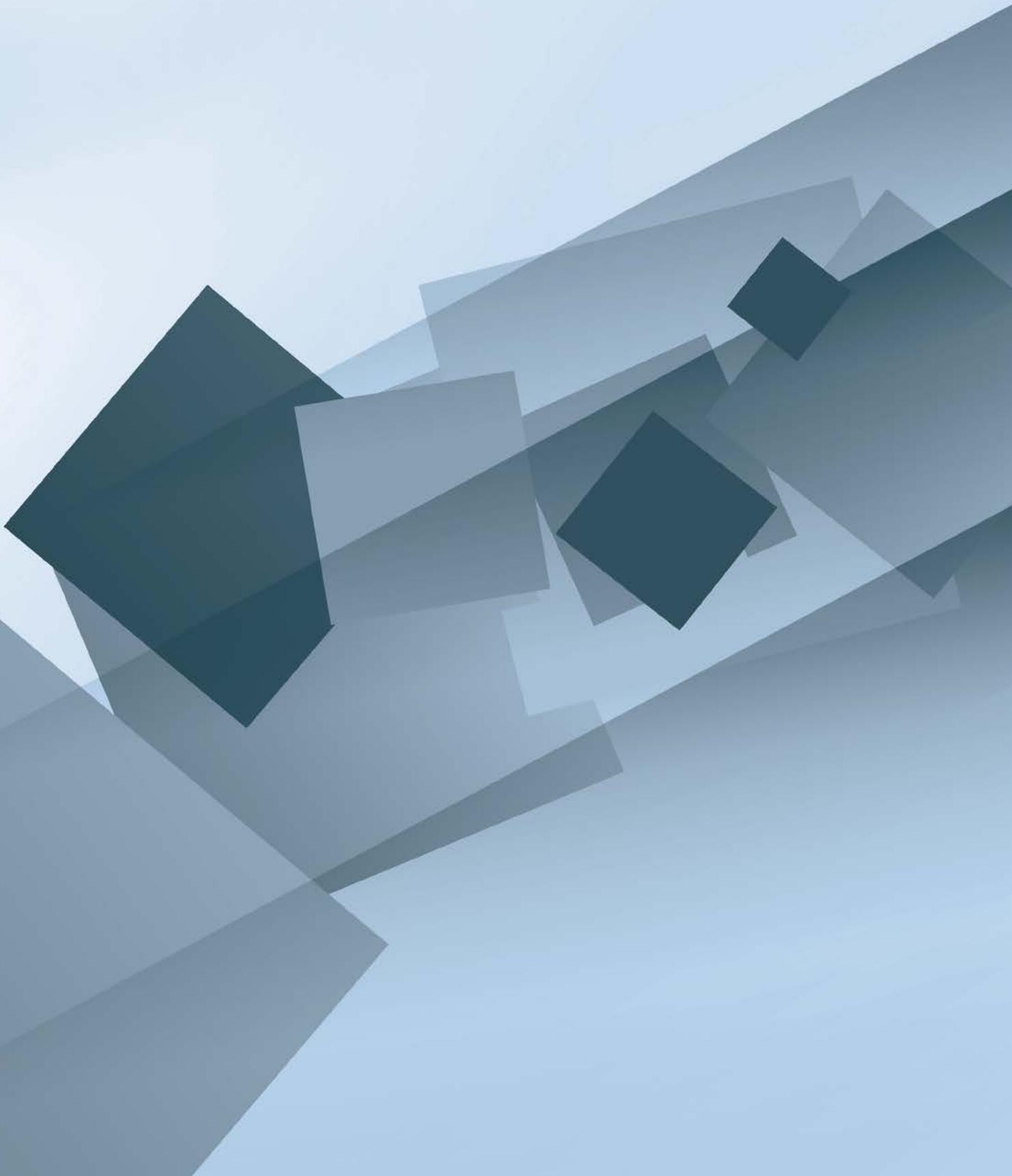




BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre IV
2021



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre IV
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	Informe de coyuntura de mercados	11
II	Informes y análisis	53
	Análisis del comportamiento de los inversores minoristas en los mercados financieros durante la crisis del COVID-19	55
	Guillermo Cambronero Pérez y Gloria Ruiz Suárez	
	La evolución de la actividad de titulización desde la crisis financiera	75
	Jesús González Redondo	
III	Anexo legislativo	113
IV	Anexo estadístico	123

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	Depositario 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 Informe de coyuntura de mercados (*)

(*) Este informe ha sido elaborado por el Departamento de Estudios y Estadísticas de la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV.

Índice

1	Panorámica general	15
2	Mercados de renta fija	18
	2.1 Tipos de interés	18
	2.2 Primas de riesgo	24
	2.3 Emisiones de deuda	28
3	Los mercados de renta variable	32
	3.1 Precios y rentabilidades	32
	3.2 Volatilidad	40
	3.3 Rentabilidad por dividendo y PER	42
	3.4 Actividad: contratación, emisiones y liquidez	43
	3.5 Resultados	49

1 Panorámica general

En 2021, la evolución de los mercados financieros internacionales y nacionales vino determinada por el estado de la pandemia y la recuperación del crecimiento económico, a los que se unió un nuevo elemento de riesgo: el repunte de la inflación. Si bien en los primeros meses de 2021 se confirmaba la recuperación económica generalizada a escala mundial, lo que impulsó revalorizaciones notables en las bolsas, la segunda mitad del año fue más irregular. Se constató entonces que el avance de la actividad estaba siendo heterogéneo entre países y que este podía ser inferior al inicialmente previsto, debido a factores como el encarecimiento de los costes energéticos, los problemas en algunas cadenas de suministro y el fuerte repunte general de los precios. Este último factor comenzó a modificar las expectativas en cuanto a la evolución futura de la política monetaria. El final de año y principios de 2022 vinieron marcados por la sexta ola de contagios de coronavirus, y por la materialización de las tensiones entre Rusia y Ucrania, que, además de tener un impacto directo sobre la inflación a través de los precios del gas y del petróleo, de agudizarse podrían seguir afectando no solo a la evolución de los precios de la energía, sino también al abastecimiento energético y, en último término, suponer un riesgo importante para la estabilidad económica, política y financiera a nivel global.

Los mercados internacionales de acciones cerraron el ejercicio 2021 con revalorizaciones significativas, que oscilaron entre el 4,9 % del índice japonés Nikkei 225 y el 28,9 % del índice francés Cac 40¹. La mayor parte de los índices de las economías avanzadas crecieron por encima del 20 % en un entorno de baja volatilidad en el mercado y de mayor apetito por el riesgo. Aquellos índices con una mayor presencia de compañías tecnológicas o relacionadas con la salud presentaron, en general, rendimientos más altos. El índice de referencia español, el Ibex 35, mostró un comportamiento relativo peor que el de otros índices europeos, al revalorizarse apenas un 7,9 % en el año (casi todo el avance se produjo en el primer trimestre). Esta evolución es consecuencia de una recuperación económica menos intensa que en otros países, pues nuestro modelo económico es especialmente sensible a los efectos de la pandemia.

Los mercados de deuda evolucionaron en sintonía con la política monetaria, que siguió siendo eminentemente expansiva, pero bajo la perspectiva de un posible giro en los próximos meses originado por el repunte de la inflación, repunte sobre el que existe un debate en cuanto a su transitoriedad. En la zona euro, los tipos de interés a corto plazo siguieron en niveles muy reducidos, mientras que en los plazos más largos se produjeron incrementos, sobre todo en el primer semestre y en la parte final del ejercicio. El rendimiento del bono soberano español a 10 años cerró el año en el 0,60 %, más de medio punto por encima de los valores de finales de 2020 (0,06 %). La prima de riesgo soberano también aumentó, pero con menos intensidad (de

1 La fecha de cierre de este informe es el 31 de diciembre.

	I 21	II 21	III 21	IV 21
Tipos de interés a corto plazo¹ (%)				
Tipo de interés oficial	0,00	0,00	0,00	0,00
Euribor 3 meses	-0,54	-0,54	-0,55	-0,58
Euribor 12 meses	-0,49	-0,48	-0,49	-0,50
Tipos de cambio²				
Dólar/euro	1,17	1,19	1,16	1,13
Yen/euro	129,9	131,4	129,7	130,4
Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo³				
Alemania				
3 años	-0,73	-0,69	-0,74	-0,72
5 años	-0,64	-0,59	-0,62	-0,56
10 años	-0,32	-0,20	-0,30	-0,31
EE. UU.				
3 años	0,31	0,39	0,47	0,95
5 años	0,82	0,83	0,86	1,23
10 años	1,61	1,51	1,37	1,46
Primas de riesgo de la deuda privada: diferencial respecto a la deuda pública a 10 años³ (p.b.)				
Zona euro				
<i>High yield</i>	404	369	376	428
BBB	109	99	101	121
AAA	54	48	54	66
EE. UU.				
<i>High yield</i>	332	313	321	350
BBB	95	88	96	119
AAA	42	30	33	39
Mercados de renta variable				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales ⁴ (%)				
Eurostoxx 50	10,3	3,7	-0,4	6,2
Dow Jones	7,8	4,6	-1,9	7,4
Nikkei	6,3	-1,3	2,3	-2,2
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	-6,3	30,0	24,0	7,9
Bovespa (Brasil)	-2,0	8,7	-12,5	-5,5
Shanghai Comp. (China)	-0,9	4,3	-0,6	2,0
BSE (India)	5,4	7,7	11,7	-1,4
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	6,3	2,8	-0,3	-0,9
PER del Ibex 35 ⁵	17,5	16,5	14,2	13,1
Volatilidad del Ibex 35 ⁶ (%)	19,8	16,1	16,2	18,0
Contratación en el SIBE ⁷	1.465	1.472	1.192	1.672

Fuente: CNMV, Refinitiv Datastream y Bolsa de Madrid.

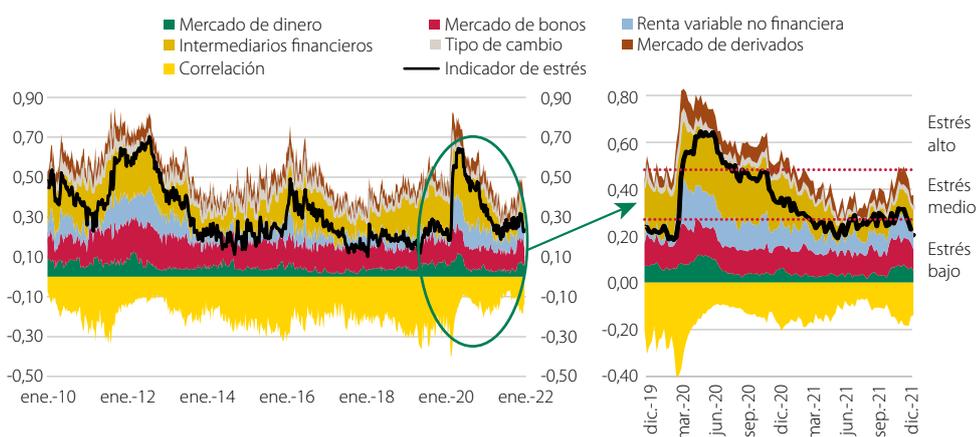
- 1 Promedio mensual de datos diarios. El tipo de interés oficial corresponde al tipo marginal de la subasta semanal en el último día del periodo.
- 2 Datos al final del periodo.
- 3 Promedio mensual de datos diarios. En la zona euro, el diferencial se calcula respecto al bono de deuda pública alemana.
- 4 Se ofrecen las rentabilidades trimestrales acumuladas en cada periodo.
- 5 Ratio precio-beneficios (*price/earnings ratio*).
- 6 Volatilidad implícita. Media aritmética del trimestre.
- 7 Promedio diario, en millones de euros.

63 puntos básicos [p.b.] a 77 p.b.). En los mercados primarios las emisiones de deuda de los emisores españoles cayeron un 2,1 % en 2021, hasta situarse en 217.700 millones de euros (-23,4 % en la CNMV y +29,2 % en el exterior).

En España, el nivel de estrés de los mercados financieros² osciló alrededor de valores medios durante 2021, estando actualmente, a principios de 2022, en niveles de estrés ligeramente inferiores al medio, si bien se observa un mayor nivel en el segmento de renta fija. El nivel de estrés inició 2021 en 0,33, que se corresponde con un régimen de estrés medio. Durante el primer semestre del año este indicador prolongó la tendencia descendente que había comenzado tras los peores momentos de la crisis del COVID-19 en 2020, a medida que los mercados financieros continuaban normalizando su actividad. El nivel mínimo se alcanzó a principios de junio, cuando se situó en 0,19. En cambio la segunda mitad de 2021, marcada por algunos repuntes de volatilidad en los mercados y caídas de los precios como consecuencia de los elementos de incertidumbre mencionados en párrafos anteriores, dio lugar a una tendencia levemente alcista de este indicador hasta niveles ligeramente superiores al umbral que separa el nivel de estrés bajo del medio (véase gráfico 1).

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

A principios de 2022 el nivel de estrés del sistema quedaba en 0,23³, observándose el más alto en el segmento de renta fija (0,46). El mejor balance anual se produjo en

2 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).

3 Este indicador tiene frecuencia semanal. El dato que se presenta en este informe corresponde al 7 de enero.

el segmento de intermediarios financieros —con un descenso de su indicador desde 0,75 hasta 0,35—, pues los bancos se comportaron relativamente mejor que otros participantes en los mercados durante el pasado ejercicio.

2 Mercados de renta fija

2.1 Tipos de interés

Durante 2021, los tipos de interés a corto plazo de las principales economías avanzadas siguieron mostrando diferenciales muy reducidos, en mínimos desde 2016. El diferencial durante el ejercicio entre los tipos de interés a 3 meses en EE. UU. y en la zona euro fue en promedio de 71 p.b., aunque se amplió ligeramente en los últimos días del año hasta los 79 p.b., debido al aumento de los tipos de interés en EE. UU. Estos últimos empezaron a reflejar el cambio de sesgo en la política monetaria de aquella economía previsto para los próximos meses, que se comenta a continuación.

La Reserva Federal mantuvo durante todo el año pasado el tipo de interés oficial en la horquilla del 0-0,25 % (sin variación desde marzo de 2020). Sin embargo, en su última reunión del ejercicio, el banco central anunció una aceleración de su plan de retirada de estímulos, previsto ahora para marzo de 2022 (inicialmente lo estaba para junio). Basándose en la evolución de la inflación y del mercado laboral, la FED decidió doblar en 2022 el ritmo de reducción de compra de bonos que había fijado en noviembre en 30.000 millones de dólares⁴. Además, los propios miembros del Comité del Mercado Abierto prevén tres subidas de tipos de interés en 2022, hasta situarlos entre 0,75 % y 1 %. En este contexto, los tipos de interés a 3 meses, que habían descendido durante la primera mitad del año y dado muestras de estabilidad en meses posteriores, iniciaron una tendencia alcista desde noviembre, hasta posicionarse en 0,21 % a finales de diciembre, 8 p.b. más que a principios del cuarto trimestre y 3 p.b. menos que a finales de 2020 (véase gráfico 2).

En la zona euro los tipos de interés a 3 meses apenas presentaron variaciones en 2021, con un leve descenso de 3 p.b. con respecto a 2020, que los situó en -0,57 % a final de año. Esta estabilidad respondió a la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE), que, en su reunión de diciembre, continuó manteniendo los niveles de los tipos de interés oficiales: los de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la de depósito en 0 %, 0,25 % y -0,50 % respectivamente. Sin embargo, anunció que reducirá significativamente el ritmo de compra de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP⁵) con respecto a los anteriores trimestres y le pondrá fin en marzo de 2022, como estaba previsto. Ahora bien, las compras

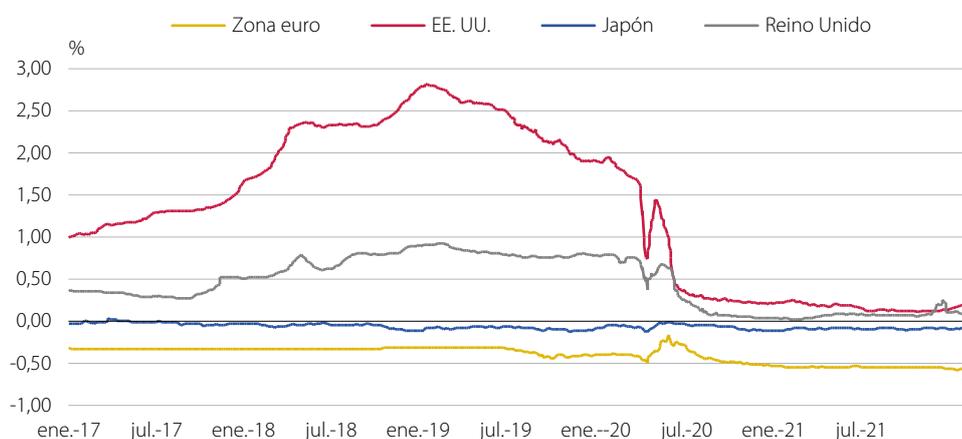
4 Cifras sobre un importe mensual total de compras de 120.000 millones de dólares en bonos del Tesoro y activos hipotecarios. La reducción se incrementará a 60.000 millones de dólares a partir de enero.

5 El Consejo de Gobierno seguirá efectuando compras en el marco del programa PEPP hasta finales de marzo de 2022, aunque a menor ritmo que en los trimestres anteriores. El programa tiene una dotación

netas en el marco de este programa podrían reactivarse de ser necesario para contrarrestar los posibles efectos negativos relacionados con la pandemia. En paralelo, a partir de marzo, el BCE incrementará temporalmente la compra de activos al amparo del programa APP⁶, compras que se espera finalicen justo antes del proceso de subida de los tipos de interés⁷.

Tipos de interés a 3 meses

GRÁFICO 2



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

A pesar de la reducción de los diferenciales, los tipos de interés siguieron siendo más elevados en EE. UU., observándose además aumentos en el tramo final del año como consecuencia del cambio previsto en la política monetaria del país (lo mismo ocurrió en el Reino Unido). Así, en EE. UU. y en el Reino Unido se registraron las mayores variaciones de los tipos a corto plazo en 2021, sobre todo en el segundo. En EE. UU., los tipos de interés a 6 y 12 meses se situaron en 0,31 % y 0,52 % respectivamente en diciembre⁸ (4 y 17 p.b. respectivamente más que en diciembre de 2020) y en el Reino Unido estos tipos se situaron en 0,36 % y 0,72 % en diciembre, respectivamente (33 p.b. y 62 p.b. más que en 2020). Por su parte, en la zona euro y en Japón los tipos a 6 y 12 meses apenas experimentaron variaciones y finalizaron el ejercicio en niveles muy cercanos a los de 2020.

actual de 1.850.000 millones de euros y se reinvertirá el principal de los valores adquiridos al menos hasta el final de 2024.

- 6 Las compras netas en el marco de este programa se incrementarán hasta un ritmo mensual de 40.000 millones de euros en el segundo trimestre de 2022 (el doble que en meses anteriores) y de 30.000 millones en el tercer trimestre. Se reducirá a 20.000 millones de euros a partir de octubre durante el tiempo necesario para reforzar el impacto de sus tipos de interés oficiales. Se prevé que finalicen poco antes del comienzo de las subidas de tipos del BCE.
- 7 A mediados de enero de 2022, la presidenta del BCE indicó que toman en consideración seriamente la preocupación de los agentes por el repunte de la inflación y reiteró el compromiso de la institución con la estabilidad de precios, por lo que asegura que tomarán todas las medidas necesarias para que la inflación se sitúe en el 2 % a medio plazo.
- 8 Promedio mensual de datos diarios.

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 2

%								
	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	mar.-21	jun.-21	sep.-21	dic.-21
Zona euro								
Oficial ²	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3 meses	-0,31	-0,40	-0,54	-0,58	-0,54	-0,54	-0,55	-0,58
6 meses	-0,24	-0,34	-0,52	-0,54	-0,52	-0,51	-0,52	-0,54
12 meses	-0,13	-0,26	-0,50	-0,50	-0,49	-0,48	-0,49	-0,50
EE. UU.								
Oficial ³	2,50	1,75	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3 meses	2,79	1,91	0,23	0,21	0,19	0,13	0,12	0,21
6 meses	2,89	1,90	0,26	0,31	0,20	0,16	0,15	0,31
12 meses	3,08	1,97	0,34	0,52	0,28	0,24	0,23	0,52
Reino Unido								
Oficial	0,75	0,75	0,10	0,25	0,10	0,10	0,10	0,25
3 meses	0,90	0,79	0,03	0,16	0,08	0,08	0,07	0,16
6 meses	1,03	0,87	0,04	0,36	0,10	0,11	0,12	0,36
12 meses	1,16	0,97	0,10	0,72	0,16	0,17	0,27	0,72
Japón								
Oficial ⁴	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
3 meses	-0,10	-0,06	-0,10	-0,08	-0,08	-0,09	-0,08	-0,08
6 meses	0,00	0,01	-0,06	-0,05	-0,05	-0,06	-0,07	-0,05
12 meses	0,11	0,11	0,05	0,05	0,05	0,05	0,06	0,05

Fuente: Refinitiv Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios, excepto los tipos oficiales, que corresponden al último día del periodo. Datos hasta el 31 de diciembre.

2 Tipo mínimo de puja de la subasta semanal.

3 Tipo de los fondos federales.

4 Tipo de la política monetaria.

En cuanto a las expectativas acerca de los tipos de interés, los tipos *forward* (FRA, por sus siglas en inglés) apuntan a un aumento en las referencias a corto plazo en la zona euro y en EE. UU. en 2022, así como también a una diferencia entre ellas, pues se espera un incremento de los tipos de interés en EE. UU. más pronunciado que en la zona euro (los tipos descuentan una subida de 25 p.b. en los tipos de la zona euro a finales de 2022 y de entre 75 y 100 p.b. en los tipos de EE. UU. a lo largo del año).

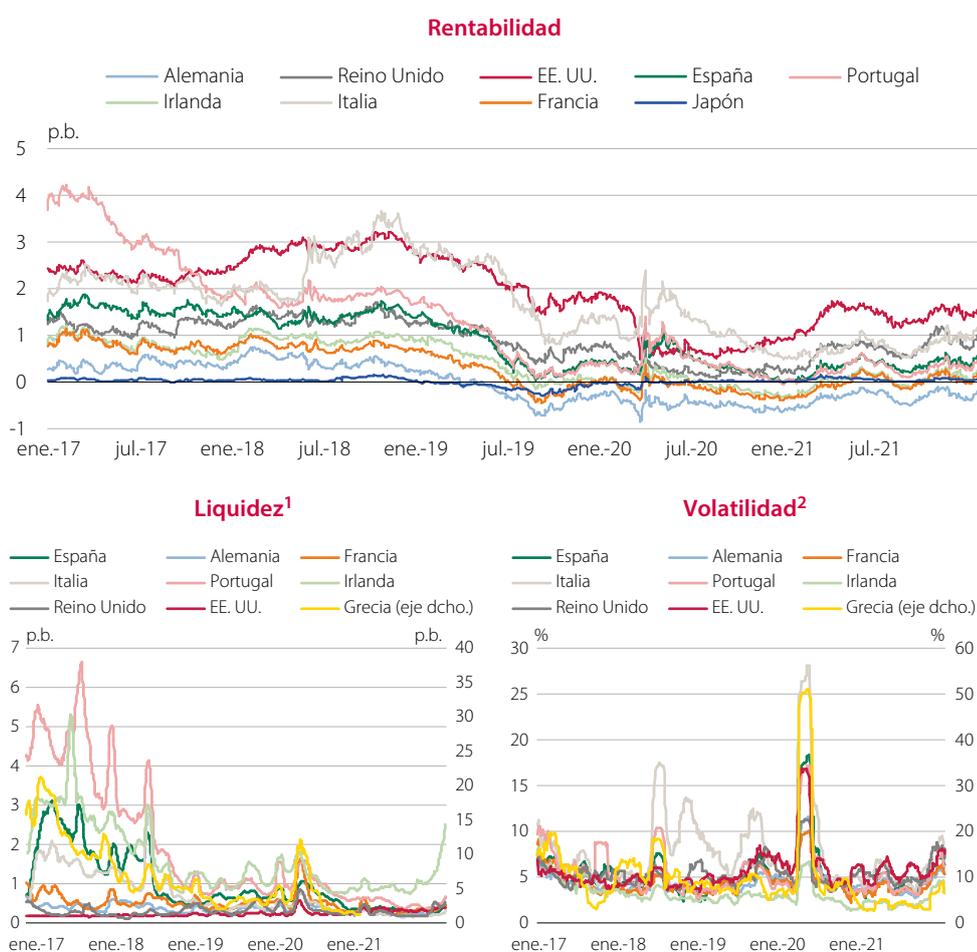
Los tipos de interés a largo plazo de los bonos soberanos de la mayoría de las economías avanzadas siguieron una tendencia relativamente homogénea durante el año, con incrementos generalizados respecto a los valores de finales de 2020, aunque se registraron algunos descensos durante los meses de verano y parte del cuarto trimestre, tal y como se muestra en el panel superior del gráfico 3. Los incrementos en el acumulado del año se explican por un contexto de mayor crecimiento, así como por el repunte de la inflación y la previsible retirada de estímulos monetarios por parte de los bancos centrales. El repunte de la inflación se debe en buena medida al encarecimiento de las materias primas, particularmente del petróleo y del gas, en los que no solo ha influido el aumento de la demanda en un contexto de

recuperación, sino también otros elementos como el conflicto entre Rusia y Ucrania. Este último se ha configurado como un factor de riesgo importante que puede seguir afectando no solo a la evolución de los precios de la energía, sino también al abastecimiento energético y a la actividad económica.

En Europa los tipos de interés de la deuda pública a 10 años tuvieron una evolución heterogénea a lo largo del último trimestre del año, con descensos desde noviembre e incrementos en las últimas semanas de diciembre. Los países periféricos de la zona euro registraron los repuntes más significativos, que oscilaron entre los 12 p.b. de Portugal y los 47 p.b. de Grecia (13 p.b. en España), mientras que en Alemania y en Francia se observaron aumentos trimestrales de apenas 2 p.b. y 4 p.b., respectivamente. En el acumulado del año el incremento de las rentabilidades de la deuda soberana en Europa osciló entre los 40 p.b. del bono alemán y los 69 p.b. del bono griego (54 p.b. el español), a pesar de lo cual los niveles de dichas rentabilidades siguieron siendo bajos en términos históricos: se situaron por debajo del 0 % en Alemania y Holanda, entre el 0 % y el 1 % en Austria, Finlandia, Irlanda, Portugal, España, Francia y Bélgica y por encima del 1 % en Italia y Grecia.

Indicadores del mercado de bonos soberanos a 10 años

GRÁFICO 3



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

- 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 de 40 días.

En EE. UU. se observó la misma tendencia en los tipos de interés del bono soberano, con incrementos en el primer y tercer trimestre y caídas en el segundo y cuarto. Sin embargo, el balance acumulado de 2021 en EE. UU. arroja un repunte significativo, de 59 p.b. hasta el 1,50 % al final del ejercicio.

Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo¹

CUADRO 3

%

	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	mar.-21	jun.-21	sep.-21	dic.-21
Alemania								
3 años	-0,53	-0,62	-0,78	-0,72	-0,73	-0,69	-0,74	-0,72
5 años	-0,27	-0,54	-0,75	-0,56	-0,64	-0,59	-0,62	-0,56
10 años	0,25	-0,27	-0,57	-0,31	-0,32	-0,20	-0,30	-0,31
EE. UU.								
3 años	2,68	1,64	0,19	0,95	0,31	0,39	0,47	0,95
5 años	2,68	1,68	0,38	1,23	0,82	0,83	0,86	1,23
10 años	2,83	1,86	0,93	1,46	1,61	1,51	1,37	1,46
Reino Unido								
3 años	0,74	0,53	-0,07	0,61	0,17	0,18	0,35	0,61
5 años	0,90	0,58	-0,04	0,67	0,36	0,35	0,48	0,67
10 años	1,27	0,78	0,26	0,83	0,78	0,77	0,81	0,83
Japón								
3 años	-0,14	-0,14	-0,14	-0,11	-0,12	-0,12	-0,12	-0,11
5 años	-0,13	-0,11	-0,11	-0,09	-0,08	-0,10	-0,10	-0,09
10 años	0,04	-0,02	0,02	0,05	0,10	0,06	0,04	0,05

Fuente: Refinitiv Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios. Datos hasta el 31 de diciembre.

En España, los mercados de deuda, al igual que los europeos, evolucionaron en 2021 en consonancia con la política de tipos de interés reducidos mantenida por el BCE, que se manifestó con más intensidad en los tramos más cortos de la curva. En los tramos largos se observó un leve repunte de las rentabilidades que respondió a varios factores, entre los que destacaron el repunte de la inflación y la expectativa de disminución o finalización de los programas de compras de deuda de la autoridad monetaria a lo largo de 2022. Así, la rentabilidad de la deuda pública española a 10 años finalizaba 2021 en 0,60 %⁹, por encima del 0,06 % de finales de 2020.

En cuanto a las emisiones de activos de renta fija por parte de los emisores privados españoles, 2021 supuso el retorno a las tendencias observadas en los últimos años, interrumpidas transitoriamente en 2020 en el contexto de la crisis. Así, las emisiones de estos instrumentos registradas en la CNMV cayeron un 23,4 % hasta situarse en 101.200 millones de euros, mientras que las efectuadas en el exterior se incrementaron de forma notable, un 29,2 %, hasta 116.500 millones.

9 El promedio de diciembre, que se comenta más adelante, se situó en el 0,43 %.

Los tipos de interés de la deuda pública a corto plazo continuaron en descenso en el cuarto trimestre del año, prolongando la tendencia de los dos trimestres anteriores y marcando nuevos mínimos históricos. El rendimiento de esta deuda permaneció pues en valores negativos para todo el tramo corto de la curva, como consecuencia del mantenimiento por parte del BCE de los tipos oficiales en los niveles actuales¹⁰. Así, el rendimiento medio de las letras del Tesoro a 3, 6 y 12 meses se situaba en diciembre en el mercado secundario en -0,77 %, -0,63 % y -0,60 % respectivamente, valores entre 3 y 15 p.b. inferiores a los del tercer trimestre (véase cuadro 4). El balance anual de estos tipos de interés arroja un descenso de 7 p.b. para el rendimiento a 3 meses y de 4 p.b. para el rendimiento a 6 meses, mientras que en el plazo de 12 meses registra una leve subida de 3 p.b. En cambio, el rendimiento de los activos de renta fija privada a corto plazo experimentó aumentos en el cuarto trimestre, de entre 3 y 25 p.b. dependiendo del plazo. A final de año estos tipos de interés se situaban en 0,38 %, 0,5 % y 0,81 % para los plazos de 3, 6 y 12 meses respectivamente. El balance anual presenta caídas más intensas que en el caso de la deuda pública, al situarse estas entre 5 y 63 p.b.

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 4

%

	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	mar.-21	jun.-21	sep.-21	dic.-21
Letras del Tesoro								
3 meses	-0,50	-0,58	-0,70	-0,78	-0,54	-0,58	-0,62	-0,77
6 meses	-0,41	-0,47	-0,59	-0,63	-0,54	-0,57	-0,59	-0,63
12 meses	-0,33	-0,48	-0,63	-0,60	-0,50	-0,54	-0,57	-0,60
Pagarés de empresa²								
3 meses	0,24	0,20	0,49	0,38	0,14	0,00	0,24	0,38
6 meses	0,19	0,52	0,55	0,50	0,51	0,27	0,47	0,50
12 meses	0,07	0,71	1,44	0,81	0,72	0,67	0,56	0,81

Fuente: Refinitiv Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipo de interés de emisión.

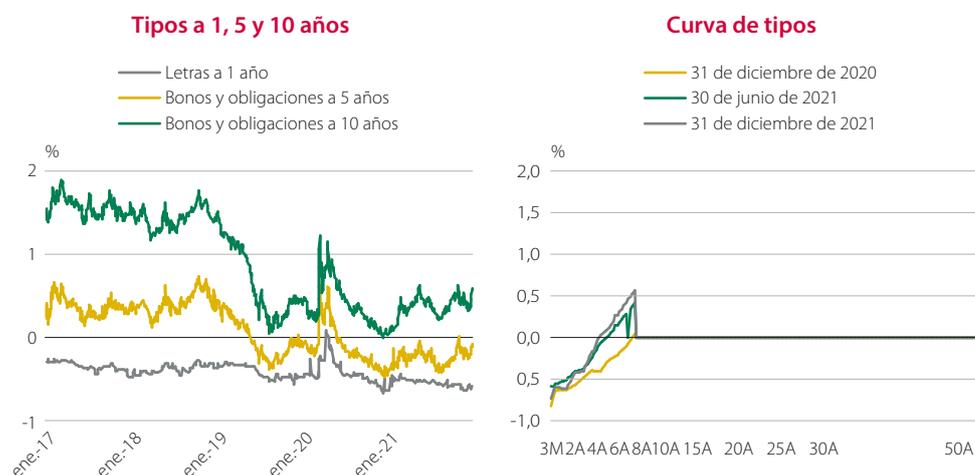
La evolución de las rentabilidades a largo plazo (véase gráfico 4) fue diferente, con ascensos en el cuarto trimestre, de entre 7 y 14 p.b. en los activos de deuda pública y entre 12 y 17 p.b. en los de renta fija privada, al incorporar estos rendimientos el incremento de la inflación y de sus expectativas, en un contexto de recuperación de la actividad. El rendimiento de los activos de deuda a largo plazo ya había mostrado un comportamiento claramente alcista en los cinco primeros meses del año, cuando empezaron a observarse incrementos en los precios no esperados y posteriormente experimentó ciertos altibajos que respondieron no solo a la evolución de la inflación, sino también de la actividad económica y del apetito por el riesgo de los inversores. Además, el BCE indicó en su última reunión del año la senda por la cual reduciría el importe de sus programas de compras de activos en

10 El tipo de las operaciones principales de refinanciación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad marginal de depósito se situaban en el 0 %, el 0,25 % y el -0,5 % respectivamente.

2022¹¹. Así, en diciembre de 2021 los rendimientos de la deuda pública a 3, 5 y 10 años se situaban en -0,46 %, -0,18 % y 0,43 % (promedio del mes), respectivamente, y los de renta fija privada en los mismos plazos en 0,12 %, 0,13 % y 0,56 %. En ambos casos el balance anual arroja aumentos que oscilan entre 7 y 38 p.b. (véase cuadro 5).

Rentabilidades de la deuda pública española

GRÁFICO 4



Fuente: Refinitiv Datastream y Bloomberg. Datos hasta el 31 de diciembre.

Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo¹

CUADRO 5

	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	mar.-21	jun.-21	sep.-21	dic.-21
Renta fija pública								
3 años	-0,04	-0,29	-0,53	-0,46	-0,41	-0,42	-0,51	-0,46
5 años	0,44	-0,06	-0,42	-0,18	-0,24	-0,22	-0,32	-0,18
10 años	1,43	0,45	0,05	0,43	0,34	0,44	0,36	0,43
Renta fija privada								
3 años	0,67	0,20	-0,20	0,12	-0,08	-0,16	-0,05	0,12
5 años	0,55	0,23	-0,13	0,13	-0,15	-0,15	-0,02	0,13
10 años	1,52	0,79	0,41	0,56	0,45	0,58	0,44	0,56

Fuente: Refinitiv Datastream, Reuters y CNMV.

¹ Promedio mensual de datos diarios.

2.2 Primas de riesgo

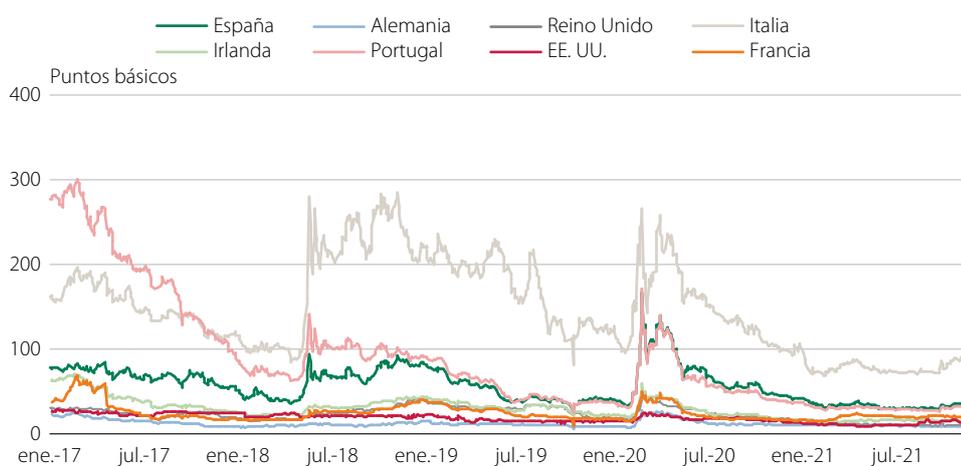
Las primas de riesgo de crédito soberano (véase gráfico 5), evaluadas a través de los contratos CDS (*credit default swap*) a 5 años de las economías avanzadas en general mostraron comportamientos irregulares a lo largo del año, con disminuciones durante la primera mitad y ligeros repentes en el resto del ejercicio, sobre

¹¹ Véanse notas a pie de página 3 y 4 de este informe.

todo en los países periféricos de la zona euro. En el último trimestre del ejercicio destacaron los incrementos de las primas de riesgo de Italia (18 p.b., hasta 92 p.b.) y Grecia (36 p.b., hasta 112 p.b.), mientras que en España y Portugal aumentaban 4 p.b. (hasta 35 p.b. en España y 32 p.b. en Portugal) y no registraban variaciones en Alemania y Francia. En el acumulado del año se observaron descensos en la mayoría de los casos, exceptuando los registros de Francia y Grecia (donde aumentaron 4 p.b. y 10 p.b., respectivamente). En el resto de las economías europeas el descenso de las primas de riesgo fue de entre 1 p.b. (en Irlanda, Austria, Bélgica, Noruega, Holanda y Suecia) y 8 p.b. (España.). En el Reino Unido la caída fue de 7 p.b. (hasta 11 p.b. a final de año) y en EE. UU. fue de 1 p.b., hasta 13 p.b.

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

GRÁFICO 5



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

Por su parte, la prima de riesgo del sector bancario (véase gráfico 6) tanto de la zona euro como de EE. UU. mantuvo una senda descendente la mayor parte de 2021, que fue más intensa en el caso de la economía norteamericana. Así, este indicador disminuyó en el conjunto del ejercicio 1 p.b. en la zona euro (hasta 51 p.b.) y 15 p.b. (hasta 74 p.b.) en EE. UU.

Las primas de riesgo de la deuda corporativa también siguieron una tendencia descendente a lo largo del año, que se vio revertida en los últimos meses de este. Como en el caso de las entidades financieras, los incrementos no compensaron las caídas del primer semestre, por lo que en el balance acumulado se observaron disminuciones en todos los tramos de deuda, excepto en la deuda AAA en la zona euro. Los mayores descensos anuales se experimentaron en el tramo *high yield*: 66 p.b. en EE. UU. y 29 p.b. en la zona euro¹² (hasta 341 p.b. y 414 p.b. a finales de diciembre, respectivamente). En general, el entorno de tipos tan bajos, sobre todo en la zona euro, continúa favoreciendo la búsqueda de rentabilidad a través de inversiones en activos con mayor riesgo (véase cuadro 6).

12 En el cuarto trimestre, estas primas de riesgo se incrementaron 25 p.b. y 39 p.b., respectivamente.

Primas de riesgo de crédito al sector bancario (CDS a 5 años)

GRÁFICO 6



Fuente: Refinitiv Datastream, índices elaborados por CMA. Datos hasta el 31 de diciembre.

Primas de riesgo de la deuda privada¹

CUADRO 6

Diferencial respecto a la deuda pública a 10 años, puntos básicos

	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	mar.-21	jun.-21	sep.-21	dic.-21
Zona euro²								
<i>High yield</i>	605	489	443	428	404	369	376	428
BBB	199	137	124	121	109	99	101	121
AAA	86	66	53	66	054	48	54	66
EE. UU.								
<i>High yield</i>	485	430	418	350	332	313	321	350
BBB	192	141	126	119	95	88	96	119
AAA	72	46	47	39	42	30	33	39

Fuente: Refinitiv Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios. Datos hasta el 31 de diciembre.

2 Diferencial respecto al bono alemán.

En España, la prima de riesgo soberano¹³ cerró el ejercicio en niveles reducidos (77 p.b.) gracias a los programas de compras del BCE¹⁴, si bien su evolución en 2021 fue, con altibajos, ligeramente alcista (véase gráfico 7). A finales de 2021 este indicador se situaba 11 p.b. por encima del nivel de cierre del tercer trimestre (66 p.b.) y 14 p.b. por encima del de finales de 2020 (63 p.b.). Esta leve tendencia al alza podría explicarse por las revisiones a la baja del crecimiento esperado para la economía española, que está mostrando una recuperación menos intensa de la prevista hace

13 Medida como la diferencia entre la rentabilidad del bono soberano español y el alemán a 10 años.

14 El BCE adquiere deuda pública al amparo de dos programas: el PSPP (Public Sector Purchase Programme), por el que acumulaba unas compras netas de deuda pública a finales de noviembre de 2,62 billones de euros, de los cuales 303.515 millones de euros correspondían a deuda española, y el PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme), por el que compra diferentes tipos de deuda, entre los que destaca la deuda pública. Dentro de este último programa, el BCE había adquirido 1,50 billones de euros en estos activos, de los cuales 170.306 millones de euros correspondían a deuda española. Por tanto, el importe total de deuda española en manos del BCE era cercano a los 474.000 millones de euros (el 44 % del saldo de deuda del Estado a largo plazo).

unos meses, y, en el tramo final de año, por el empeoramiento de la pandemia. Por su parte, la prima de riesgo soberano estimada utilizando el CDS del bono soberano español —cuyo mercado es menos líquido que el del bono subyacente— mostró variaciones mucho más leves, pues finalizó el año en 35 p.b., apenas 4 p.b. más que en el tercer trimestre y por debajo de los registros de finales de 2020.

Prima de riesgo de emisores españoles: sector público

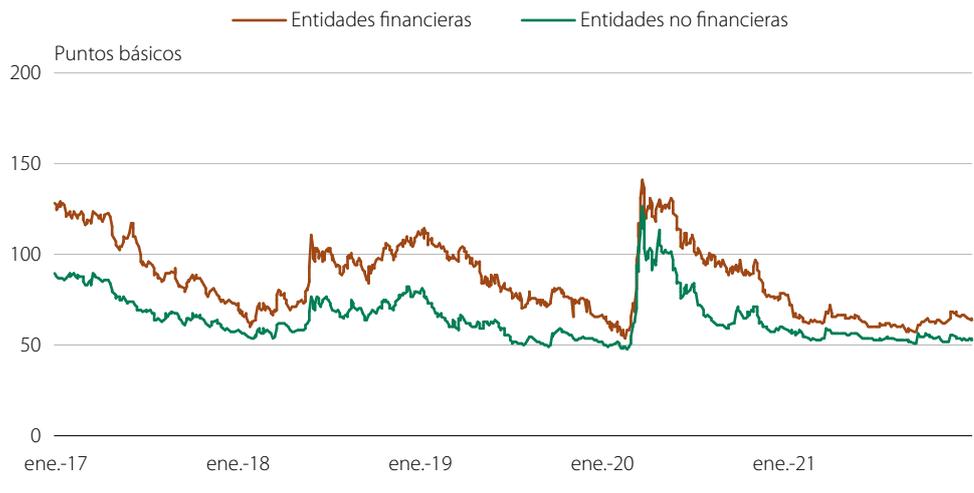
GRÁFICO 7



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

En el caso de las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía, se observaron alzas muy leves en los últimos meses del año para las de las entidades financieras y estabilidad para las de las compañías no financieras. El promedio de las primas de los CDS de las primeras finalizó el ejercicio en 64 p.b., ligeramente por encima del cierre del tercer trimestre (62 p.b.), pero por debajo de los valores registrados a finales de 2020 (78 p.b.). En el caso de las segundas, el promedio de las primas de los CDS finalizó 2021 en 53 p.b., frente a los 55 p.b. del tercer trimestre y los 59 p.b. de finales de 2020. Una vez más, los niveles reducidos de las primas de riesgo se explican, sobre todo, por las medidas adoptadas por el BCE, por lo que no es descartable que en próximos trimestres, en un entorno de recuperación menos intensa y de retirada paulatina de estas medidas —al menos de los programas de compras de deuda¹⁵— se produzcan ciertos incrementos en este tipo de indicadores.

15 El BCE adquiere activos de deuda tanto emitidos por las entidades financieras como por las no financieras dentro de sus diferentes programas de compras. En el caso de las entidades financieras adquiere bonos de titulización de activos como parte del programa ABSPP (29.010 millones) y cédulas hipotecarias conforme a los programas CBPP3 (298.477 millones) y PEPP (6.079 millones). En el caso de las entidades no financieras, el BCE compra deuda corporativa que cumple determinadas condiciones dentro del programa CSPP (309.882 millones) y al amparo del PEPP adquiere tanto deuda corporativa (39.871 millones de euros) como pagarés (4.032 millones). Las cifras corresponden a final de noviembre o mediados de diciembre dependiendo del programa.



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

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

2.3 Emisiones de deuda

Las emisiones brutas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales fueron de 15,4 billones de dólares en 2020, un 1,1 % más que en 2019, observándose diferentes evoluciones entre regiones y emisores (véase gráfico 9). Así, tanto en EE. UU. como en Japón se produjeron incrementos en las emisiones de deuda (un 12,6 %, hasta 8,3 billones de dólares, y un 7,9 %, hasta 1,6 billones de dólares, respectivamente), mientras que en Europa estas emisiones cayeron un 23,5 %, hasta 2,7 billones de dólares, debido en mayor medida a la disminución de las emisiones de deuda soberana. Por sectores, se registraron aumentos en el importe de las emisiones en el sector financiero (33,8 %), que compensaron las disminuciones de las del sector público (-1,5 %) y del sector privado no financiero (-16,5 %).

En un contexto de menores necesidades de financiación tras la crisis, las emisiones brutas de deuda soberana disminuyeron ligeramente con respecto a 2019 (un 1,5 %, hasta los 10,1 billones de dólares). La caída más intensa se observó en Europa, con un retroceso del 42,1 %, hasta 1,3 billones de dólares. En EE. UU. y en Japón, en cambio, se registraron incrementos en estas emisiones (un 17,2 % y un 8,7 %, respectivamente), impulsados sobre todo por las cantidades emitidas en el primer semestre del año.



Fuente: Dealogic. Datos semestrales hasta el 31 de diciembre.

Por su parte, las emisiones de deuda privada siguieron una evolución dispar entre los subsectores, con incrementos notables en el sector financiero y disminuciones en el no financiero. En el primero, el importe agregado de estas emisiones fue de 3 billones de dólares, un 33,8 % más que en 2020. En cambio, las entidades no financieras registraron un retroceso en sus emisiones de deuda del 16,5 % con respecto a 2020 (situándose en 2,3 billones de dólares). Todas las regiones mostraron caídas, aunque las de EE. UU. fueron las más intensas (-28,3 % hasta 1 billón de dólares). En Europa y Japón las disminuciones fueron del 11,6 % y del 5,4 %, hasta 549.770 millones y 167.710 millones de dólares, respectivamente.

En lo que respecta a España, las emisiones de renta fija mostraron patrones similares a los existentes antes de la crisis del COVID-19. Así, en 2021 el volumen total de emisiones de estos instrumentos se situó en 217.700 millones de euros¹⁶, algo inferior a los 222.000 millones de 1 año antes. El descenso tuvo su origen exclusivamente en las emisiones registradas en la CNMV, que se situaron en 101.200 millones de euros, muy por debajo de los 132.100 millones registrados en 2020. La

16 El importe de las emisiones de deuda con características ASG (ambientales, sociales y de gobernanza) fue cercano a los 13.000 millones de euros.

tendencia del volumen de emisiones registradas en la CNMV muestra descensos desde hace varios años, que se vieron interrumpidos en 2020, cuando las entidades cubrieron sus necesidades de liquidez incrementando, sobre todo, sus emisiones de titulización en España. Por el contrario, las emisiones de deuda efectuadas en el exterior, que en 2020 cayeron, volvieron a mostrar un gran dinamismo en 2021, situándose en 116.500 millones (a falta de 1 mes de datos), muy por encima de los 90.200 millones de 2020 y la cifra más alta desde 2011.

Como se observa en el cuadro 7, el importe de las emisiones de deuda registrado en la CNMV en el cuarto trimestre del año se situó en 27.320 millones de euros, la mitad del importe registrado en el mismo trimestre de 2020. El fuerte descenso de las emisiones en el tramo final del ejercicio explica cerca del 90 % de la disminución total anual de las emisiones y se debe únicamente al retroceso de las emisiones de bonos de titulización (cerca de 19.500 millones menos que en 2020) y de bonos simples (cerca de 12.700 millones menos). En cambio, en los 3 últimos meses del año se registró un incremento de las emisiones de cédulas hipotecarias y territoriales y, en menor medida, de participaciones preferentes.

En el conjunto del año, según se ha mencionado previamente, el importe de las emisiones de deuda registradas en la CNMV se situó cerca de los 101.200 millones de euros, un 23,4 % menos que en 2020. Por tipo de instrumento cabe destacar el aumento de las emisiones de cédulas hipotecarias (un 25 %, hasta casi 29.000 millones) y, en menor medida, de las participaciones preferentes. Por el contrario, se observó un fuerte descenso de las emisiones de titulizaciones (-49 %) y de bonos (-24 %), que se explica en buena parte por la evolución de las emisiones efectuadas por la SAREB¹⁷ (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria). Las emisiones de pagarés cayeron con menos intensidad (-9,5 %). Por sector emisor, se observaron descensos de las emisiones de deuda tanto para las instituciones financieras (-24,9 %) como para las sociedades no financieras (-7,8 %), aumentando estas últimas su importancia relativa en el conjunto de emisiones.

Respecto a las emisiones realizadas en el exterior cabe destacar tanto su importe en el cuarto trimestre, que, a falta de 1 mes de datos, se situó cerca de 29.000 millones de euros (un 50 % más que un año antes), como la relevancia de las emisiones a corto plazo en el total, que concentraron el 55 %. En el conjunto del año el volumen de emisiones en el exterior se situó en 116.500 millones de euros, un 29 % más que en 2020. Finalmente, cabe destacar el descenso de las emisiones de deuda efectuadas por las filiales de emisores españoles en el resto del mundo, que fue de 66.600 millones de euros en 2021, un 6,2 % menos que en 2020, y que se explica, sobre todo, por la disminución de las emisiones de las filiales de las instituciones financieras.

Por último, en cuanto a la actividad registrada en los centros de negociación españoles, hay que destacar de nuevo la fuerte caída de la actividad en el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND), cuya contratación se situó en 46.700 millones de euros en 2021, un 66 % menos que en 2020. El 57 % de la negociación correspondió a deuda pública española y el restante, a deuda extranjera. Por otra parte, la negociación en los sistemas organizados de contratación (SOC)

17 El descenso de las emisiones de esta institución en 2021 fue cercano a 6.800 millones de euros.

autorizados por la CNMV, que eran 3 a finales de año¹⁸, fue de 516.350 millones de euros, un volumen también inferior al de 2020 (-6,4 %). El 72 % de esta negociación correspondió a activos de renta fija españoles (la mayor parte de ellos deuda pública).

Emisiones brutas de renta fija de los emisores españoles

CUADRO 7

Registradas en la CNMV

	2018	2019	2020	2021	2021			
					I	II	III	IV
IMPORTE NOMINAL (tipo de instrumento, millones de euros)	101.296	90.165	132.111	101.171	23.638	24.728	25.485	27.320
Cédulas hipotecarias	26.575	22.933	22.960	28.700	3.500	9.000	9.450	6.750
Cédulas territoriales	2.800	1.300	9.150	5.500	0	3.500	0	2.000
Bonos y obligaciones no convertibles	35.836	29.606	33.412	25.257	9.669	1.506	807	13.274
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	18.145	18.741	36.281	18.376	5.030	5.674	7.184	488
Pagarés de empresa ¹	15.089	15.085	22.292	20.180	4.241	5.049	7.293	3.597
De titulización	240	0	0	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	14.849	15.085	22.292	20.180	4.241	5.049	7.293	3.597
Otras emisiones de renta fija	0	1.500	6.266	823	823	0	0	0
Participaciones preferentes	2.850	1.000	1.750	2.335	375	0	750	1.210
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	4.923	3.214	14.312	4.600	1.022	1.208	1.806	563
Emisiones aseguradas	0	0	0	0	0	0	0	0
IMPORTE NOMINAL (sector emisor, millones de euros)	101.296	90.165	132.121	101.171	23.638	24.728	25.485	27.320
Entidades financieras	96.926	80.424	114.129	85.683	21.208	20.202	20.877	23.397
Largo plazo	82.830	72.210	106.770	79.336	19.398	19.179	17.937	22.822
SAREB	29.751	20.505	27.867	21.077	9.470	0	0	11.607
Corto plazo	14.097	8.215	7.359	6.347	1.810	1.022	2.940	575
Sociedades no financieras	1.688	7.471	16.792	15.488	2.431	4.527	4.608	3.923
Largo plazo	695	600	1.850	1.655	0	500	255	900
Corto plazo	993	6.871	14.942	13.833	2.431	4.027	4.353	3.023
Administraciones públicas	2.682	2.270	1.200	0	0	0	0	0

18 Tras la autorización del tercer SOC (Tradition España OTF) a finales de septiembre.

Registradas en el exterior

	2018	2019	2020	2021	2021			
					I	II	III	IV ²
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	87.846	100.321	90.201	116.522	31.200	31.261	25.307	28.754
A largo plazo	36.913	53.234	46.122	56.892	16.504	16.604	10.787	12.997
Participaciones preferentes	2.000	3.070	1.850	3.820	500	1.570	1.000	750
Obligaciones subordinadas	2.250	1.755	0	600	0	600	0	0
Bonos y obligaciones	32.663	48.409	44.272	51.722	16.004	14.434	9.787	11.497
Bonos de titulización	0	0	0	750	0	0	0	750
A corto plazo	50.933	47.087	44.078	59.630	14.696	14.657	14.520	15.758
Pagarés de empresa	50.933	47.087	44.078	59.630	14.696	14.657	14.520	15.758
de titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0	0

Pro memoria: emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo

	2018	2019	2020	2021	2021			
					I	II	III	IV ²
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	92.600	92.342	71.048	66.644	21.090	16.149	14.216	15.189
Instituciones financieras	43.549	57.449	42.120	38.347	10.696	9.672	8.922	9.057
Sociedades no financieras	49.051	34.893	28.928	28.297	10.394	6.477	5.294	6.132

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

2 Datos hasta el 30 de noviembre.

3 Los mercados de renta variable

3.1 Precios y rentabilidades

Los principales índices de renta variable internacional tuvieron un comportamiento algo irregular a lo largo del último trimestre del año, con avances en la primera mitad de dicho trimestre y caídas posteriores, influidas por el empeoramiento de la situación sanitaria. Con todo, estos descensos fueron inferiores a los incrementos iniciales, por lo que en la mayoría de los índices se registraron revalorizaciones trimestrales a excepción del Ibex 35 y de los índices asiáticos, donde se produjeron retrocesos cercanos al 1 % y al 2 %, respectivamente. Los índices estadounidenses experimentaron los repuntes más pronunciados: destacó el aumento del S&P 500 (10,6 %), seguido del Nasdaq Composite y el Dow Jones (con revalorizaciones del 8,3 % y el 7,4 %, respectivamente). Por su parte, los índices europeos se incrementaron entre el 4,1 % del Dax 30 y el 9,7 % del Cac 40.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 8

%	2018	2019	2020	2021	mar.-21	jun.-21	sep.-21	dic.-21
Mundo								
MSCI World	-10,4	25,2	14,1	20,1	4,5	7,3	-0,4	7,5
Zona euro								
Eurostoxx 50	-14,3	24,8	-5,1	21,0	10,3	3,7	-0,4	6,2
Euronext 100	-11,2	24,9	-3,6	23,4	8,3	5,8	0,9	6,7
Dax 30	-18,3	25,5	3,5	15,8	9,4	3,5	-1,7	4,1
Cac 40	-11,0	26,4	-7,1	28,9	9,3	7,3	0,2	9,7
Mib 30	-16,1	28,3	-5,4	23,0	10,9	1,8	2,3	6,5
Ibex 35	-15,0	11,8	-15,5	7,9	6,3	2,8	-0,3	-0,9
Reino Unido								
FTSE 100	-12,5	12,1	-14,3	14,3	3,9	4,8	0,7	4,2
EE. UU.								
Dow Jones	-5,6	22,3	7,2	18,7	7,8	4,6	-1,9	7,4
S&P 500	-6,2	28,9	16,3	26,9	5,8	8,2	0,2	10,6
Nasdaq-Cpte	-3,9	35,2	43,6	21,4	2,8	9,5	-0,4	8,3
Japón								
Nikkei 225	-12,1	18,2	16,0	4,9	6,3	-1,3	2,3	-2,2
Topix	-17,8	15,2	4,8	10,4	8,3	-0,5	4,5	-1,9

Fuente: Refinitiv Datastream.

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

En el conjunto del año, la evolución de los principales índices bursátiles (véase cuadro 8) presenta incrementos notables en todas las regiones. La mayoría de los índices tuvo un comportamiento alcista a lo largo del año, sobre todo en el primer trimestre de este. En Europa, los avances bursátiles anuales oscilaron entre el 15,8 % del Dax 30 y el 28,9 % del Cac 40, exceptuando el del Ibex 35, que mostró la revalorización más modesta de este grupo (del 7,9 %), al acumular dos trimestres de pérdidas. En EE. UU. se observaron alzas de entre el 18,7 % del Dow Jones y el 26,9 % del S&P 500, mientras que en Japón los incrementos fueron del 4,9 % para el Nikkei 225 y del 10,4 % para el índice Topix.

En España, el Ibex 35 finalizó el último trimestre de 2021 con un descenso del 0,9 %, acumulando 2 trimestres de retrocesos consecutivos y situándose como el que ha sufrido una evolución menos favorable entre los grandes índices europeos de referencia¹⁹.

Las cotizaciones de los mercados de renta variable españoles iniciaron el cuarto trimestre con nuevas alzas, favorecidas por la evolución positiva de los resultados empresariales y el buen comportamiento de los mercados internacionales. De forma temporal, los mercados relajaron sus temores sobre los efectos del encarecimiento

¹⁹ El resto de los índices europeos de referencia presentó avances en el cuarto trimestre (véase cuadro 8). A nivel internacional, solo presentaron retrocesos los índices japoneses.

de las materias primas y de las interrupciones de las cadenas de suministro en los resultados de las sociedades.

No obstante, la situación se volvió más compleja a finales de noviembre, cuando se anunció la aparición en Sudáfrica de una nueva variante del virus, *ómicron*. Ello provocó nuevas caídas en los mercados derivadas no solo de los temores a la introducción de nuevas restricciones en Europa, sino también de la intensificación de los problemas en las cadenas de suministro y la posible aceleración de la retirada de estímulos de los bancos centrales ante el fuerte avance de la inflación²⁰. Con todo, los mercados recuperaron la mayor parte de las caídas del trimestre en las últimas sesiones del año, tras confirmarse que la nueva variante del virus era menos dañina de lo previsto inicialmente.

En el conjunto del año, el Ibex 35 registró una revalorización del 7,9 %, por debajo de los demás índices, en un entorno de mantenimiento de la volatilidad en niveles moderados y descensos en los volúmenes de negociación. El avance del Ibex 35 en 2021 fue insuficiente para compensar las pérdidas anuales acumuladas en 2020 (-15,5 %) y sitúa el valor del índice al cierre del ejercicio (8.700 puntos) en niveles similares a los existentes a mediados de 2019.

Por sectores, las incertidumbres presentes en los mercados en el tramo final del año hicieron que la mayor parte de ellos mostrara un comportamiento negativo en el último trimestre, con diferencias de intensidad entre sectores y entre las propias compañías de cada sector. Las cotizaciones de las empresas de pequeña y mediana capitalización presentaron un comportamiento mejor que el del Ibex 35, si bien en el caso de las compañías más pequeñas —que en ejercicios anteriores habían experimentado un comportamiento relativo mejor por estar orientadas a sectores más innovadores como las energías renovables—, se observó una revalorización más bien leve en el conjunto del año, al acusar los efectos de las medidas de carácter regulatorio adoptadas en el sector energético (véase cuadro 9).

En el último trimestre del año, los mayores retrocesos se concentraron en las empresas de los sectores de bienes y servicios de consumo, destacando las aerolíneas y las empresas del sector textil por el impacto de las potenciales restricciones a la movilidad, así como los bancos y la principal compañía petrolífera (Repsol), cuya actividad podría verse penalizada por un escenario de ralentización de la recuperación y menor demanda de petróleo. En el caso de los bancos, las caídas de las cotizaciones pueden asociarse a un escenario de recuperación de la actividad menos intensa y a un posible repunte de la morosidad. Asimismo, también destacaron los retrocesos de las compañías farmacéuticas y, en menor medida, de las empresas del sector de las telecomunicaciones, las aseguradoras y las inmobiliarias.

En el terreno de las ganancias, el comportamiento más positivo correspondió a las compañías de electricidad y gas, favorecidas por el relajamiento de las medidas

20 La inflación alcanzó en noviembre en España el 5,5 % interanual, su nivel máximo desde 1992, mientras que en la zona euro se situó en el 4,9 %, la tasa más elevada de la serie histórica. Asimismo, en EE. UU. llegó al 6,8 %, su nivel más alto desde 1982.

regulatorias establecidas en los trimestres anteriores²¹, así como a las empresas relacionadas con los materiales básicos, la industria y la construcción, que se ven impulsadas por los altos precios de las materias primas y las buenas perspectivas del mercado inmobiliario. También destaca el comportamiento positivo de las compañías de hostelería y turismo, que responde a la recuperación progresiva de su actividad, así como de las empresas tecnológicas (Amadeus), muy vinculadas a las perspectivas del sector turístico.

Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español

CUADRO 9

%

	2018	2019	2020	2021	mar.-21	jun.-21	sep.-21	dic.-21
Ibex 35	-15,0	11,8	-15,5	7,9	6,3	2,8	-0,3	-0,9
Madrid	-15,0	10,2	-15,4	7,1	6,2	2,3	0,9	-0,6
Ibex Medium Cap	-13,7	8,4	-9,7	8,6	8,3	0,4	-2,6	2,6
Ibex Small Cap	-7,5	11,9	18,9	1,8	9,3	-0,4	-6,4	-0,1
FTSE Latibex All-Share	10,3	16,3	-22,0	5,8	-2,1	24,1	-15,4	2,9
FTSE Latibex Top	14,8	15,3	-19,1	13,5	1,3	22,1	-7,4	-0,9

Fuente: Refinitiv Datastream.

La evolución de las cotizaciones de los sectores que componen el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) muestra un escenario de lenta recuperación con comportamientos algo diversos entre los distintos sectores. Con la excepción del sector energético, todos ellos iniciaron el primer trimestre con un comportamiento alcista que se fue consolidando, en mayor o menor medida, conforme se conocían nuevos datos. Los sectores más cíclicos presentaron, en general, una recuperación más rápida, excepto en algunos de ellos, como el transporte y el turismo, cuya evolución fue más discreta al verse más afectados por la situación sanitaria.

En el conjunto del año destacó la revalorización del sector financiero (20,7 %) y, en menor medida, de las compañías de servicios inmobiliarios (13 %) gracias a la revalorización de los precios de sus activos. Las entidades financieras se vieron favorecidas por el escenario de recuperación económica y el levantamiento de las restricciones al reparto de dividendos, así como por las perspectivas de un endurecimiento prematuro y progresivo de la política monetaria, que permitiría aumentar sus márgenes. Los dos grandes bancos, que llevan acumulando retrocesos significativos desde 2018 —salvo un discreto comportamiento en 2019—, presentaron una revalorización notable en 2021 (véase cuadro 10). También destacó la revalorización de las compañías del sector de la tecnología y de las telecomunicaciones (9 %), así como del sector de las materias primas, la industria y la construcción (9,3 %). El primero fue consecuencia de la importante recuperación del principal operador de telecomunicaciones (Telefónica), si bien su capitalización bursátil se sitúa todavía en poco más de la mitad de la que registraba hace apenas 3 años; mientras que el segundo se beneficia de los elevados precios de las materias primas y de la reactivación del

21 El Gobierno aprobó un real decreto-ley que reduce la remuneración extra de nucleares, hidráulicas y renovables por los beneficios derivados de la subida de los precios del gas, así como por el beneficio extra generado por el incremento en los precios de los derechos de emisión de CO₂.

sector de la construcción. Por su parte, el sector de bienes de consumo apenas presentó cambios (0,9 %), pues la evolución positiva de la principal compañía del sector textil (Inditex) permitió compensar las caídas de los subsectores de farmacia y alimentación.

En el lado de las pérdidas anuales, destacó la caída del sector de la energía (-1,6 %), tras sucesivos ejercicios de avances continuos²². Asimismo, el sector de los servicios de consumo también volvió a experimentar un descenso de su cotización por segundo año consecutivo, puesto que su actividad se ha seguido viendo afectada por los efectos de la pandemia, especialmente en el caso de las aerolíneas. Dentro de este sector de servicios de consumo cabe destacar la revalorización, no solo en el cuarto trimestre, sino en el conjunto del año, de las compañías de ocio, turismo y hostelería (véase cuadro 10).

Rentabilidad sectorial y de los principales valores¹ de la Bolsa de Madrid

CUADRO 10

	Ponderación ²	2020	2021	II 21	III 21	IV 21
Servicios financieros	27,49	-26,4	20,3	10,0	3,0	-7,5
Banca	25,99	-27,5	20,7	10,0	3,0	-7,5
BBVA	7,68	-19,0	30,1	18,1	9,3	-8,2
Caixabank	3,07	-25,0	14,9	-1,7	3,6	-10,1
Santander	13,66	-29,0	15,9	11,1	-2,6	-6,2
Servicios inmobiliarios	1,58	-32,1	13,0	1,4	1,6	1,9
Petróleo y energía	24,45	5,0	-1,6	-4,1	-8,7	14,1
Iberdrola	14,53	32,8	-7,5	-6,4	-13,4	19,9
Repsol	3,55	-35,3	26,5	-0,1	7,0	-7,6
Mat. básicos, industria y construcción	10,72	-2,5	9,3	-1,3	-0,7	6,2
Construcción	5,67	-16,3	15,2	-2,1	3,9	9,1
Ferrovial	3,13	-14,6	24,3	12,2	1,9	10,5
Tecnología y telecomunicaciones	16,01	-21,9	9,0	4,3	-0,5	-1,3
Cellnex	5,36	37,3	12,5	18,1	-0,7	-4,0
Telefónica	4,89	-42,7	29,5	8,4	2,7	-1,2
Amadeus IT	5,23	-18,2	0,1	-1,8	-4,1	4,9
Bienes de consumo	13,88	-15,3	0,9	4,0	2,3	-10,1
Inditex	9,06	-17,2	9,6	5,7	7,1	-10,3
Servicios de consumo	5,82	-36,7	-1,9	-4,8	3,8	-10,2

Fuente: Refinitiv Datastream, Bolsa de Madrid y BME.

1 Valores cuyo peso en el IGBM supera el 3 % en términos de capitalización ajustada por el porcentaje de capital en libre flotación.

2 Peso relativo (%) en el IGBM a partir del 1 de julio de 2021.

22 El sector energético fue el único que presentó una evolución positiva (5 %) en el ejercicio 2020.

En 2021 casi el 60 % de los valores registró un rendimiento positivo, que en la mayor parte de los casos fue superior al 10 %. De estos, 16 valores se revalorizaron más del 25 %, concentrándose en su mayoría en los sectores de materias primas, industria, construcción y financiero.

No obstante, como es habitual, la capitalización se mantiene concentrada en un número reducido de grandes valores, por lo que solo pocas compañías (que forman parte del Ibex 35) volvieron a tener un impacto relevante en la variación anual del índice (superior a 0,30 puntos porcentuales [p.p.] en valor absoluto). Así, con un impacto positivo superior a este valor se encontraban 10 sociedades²³ (véase cuadro 11). Solo una de ellas también tuvo una repercusión positiva y significativa en el ejercicio anterior (la compañía de telecomunicaciones Cellnex), volviéndose a reincorporar a esta lista la mayor parte de grandes compañías españolas por capitalización (incluidos los grandes bancos y las principales empresas de telecomunicaciones, petroleras y del sector textil), que en el ejercicio 2020 habían acusado retrocesos en sus cotizaciones. El número de sociedades con un impacto negativo superior a 0,3 p.p. fue únicamente de 3, destacando la principal compañía eléctrica española (Iberdrola), que acumulaba varios años sucesivos de importantes revalorizaciones.

Valores con mayor impacto en la variación del IGBM¹

CUADRO 11

Valor	Sector	dic.-2021
		Impacto en la variación del IGBM (p.p.)
Con impacto positivo		s/ dic.-20
Banco Santander	Servicios financieros	1,87
BBVA	Servicios financieros	1,78
Telefónica	Tecnología y telecomunicaciones	1,11
Inditex	Bienes de consumo	0,79
Repsol	Petróleo y energía	0,74
Ferrovial	Mat. básicos, industria y construcción	0,61
Cellnex	Tecnología y telecomunicaciones	0,60
Naturgy	Petróleo y energía	0,52
Caixabank	Servicios financieros	0,40
Fluidra	Mat. básicos, industria y construcción	0,32
Con impacto negativo		
Iberdrola	Petróleo y energía	-1,18
Siemens Gamesa	Mat. básicos, industria y construcción	-0,80
Grifols	Bienes de consumo	-0,59

Fuente: Refinitiv Datastream y Bolsa de Madrid. Datos hasta el 31 de diciembre.

¹ Se recogen los valores que mayor impacto (igual o superior a 0,3 p.p. en valor absoluto) tuvieron en la variación anual del IGBM. Además, se consideran todos aquellos valores que no estaban excluidos o suspendidos de negociación al cierre del período considerado.

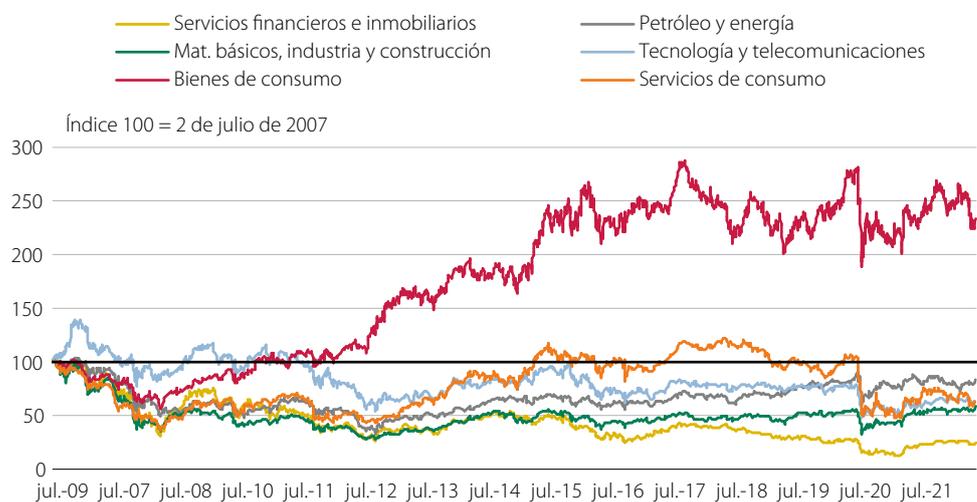
²³ En 2020, el número de sociedades con impacto positivo superior a 0,30 p.p. en valor absoluto en el índice era de únicamente 4, mientras que el número de sociedades con impacto negativo superior a este valor era de 14.

La evolución de las cotizaciones de los distintos sectores económicos presenta una perspectiva interesante considerada desde un horizonte temporal más largo. Como se observa en el gráfico 10, la cotización de todos los sectores, con la excepción de bienes de consumo, se mantiene por debajo de los valores anteriores al comienzo de la crisis financiera de 2007. Los cambios más significativos en 2021 corresponden a los avances del sector financiero e inmobiliario, así como al sector de materias primas, industria y construcción. A pesar de ello, el primero sigue siendo el que peor evolución ha presentado en la última década y permanece aún muy lejos de recuperar su valor de 2007. El sector del petróleo y la energía, a pesar del leve descenso de 2021, es el más próximo a recuperar su valor previo a la crisis financiera.

En 2021 los efectos de la crisis continuaron afectando de modo significativo a la capitalización de las compañías españolas y al valor de la estructura productiva del país, si bien los avances en la reactivación económica y la normalización de la situación han permitido la recuperación de gran parte de la capitalización de muchas sociedades de sectores tradicionales como los bancos, las empresas industriales, las compañías tradicionales de telecomunicaciones y las energéticas. Por otra parte, aunque se observa que se recupera, en gran medida, la estructura de valor previa a la pandemia, cada vez ganan más peso nuevos sectores y empresas de los sectores de la tecnología y de las energías renovables, al beneficiarse de su mayor capacidad de operar y adaptarse al nuevo entorno competitivo. Además, muchas de las grandes compañías tradicionales también han sido capaces de mantener su importancia relativa al haber emprendido con éxito procesos de digitalización y transformación tecnológica para adaptarse al nuevo entorno competitivo.

Evolución sectorial de la Bolsa de Madrid

GRÁFICO 10



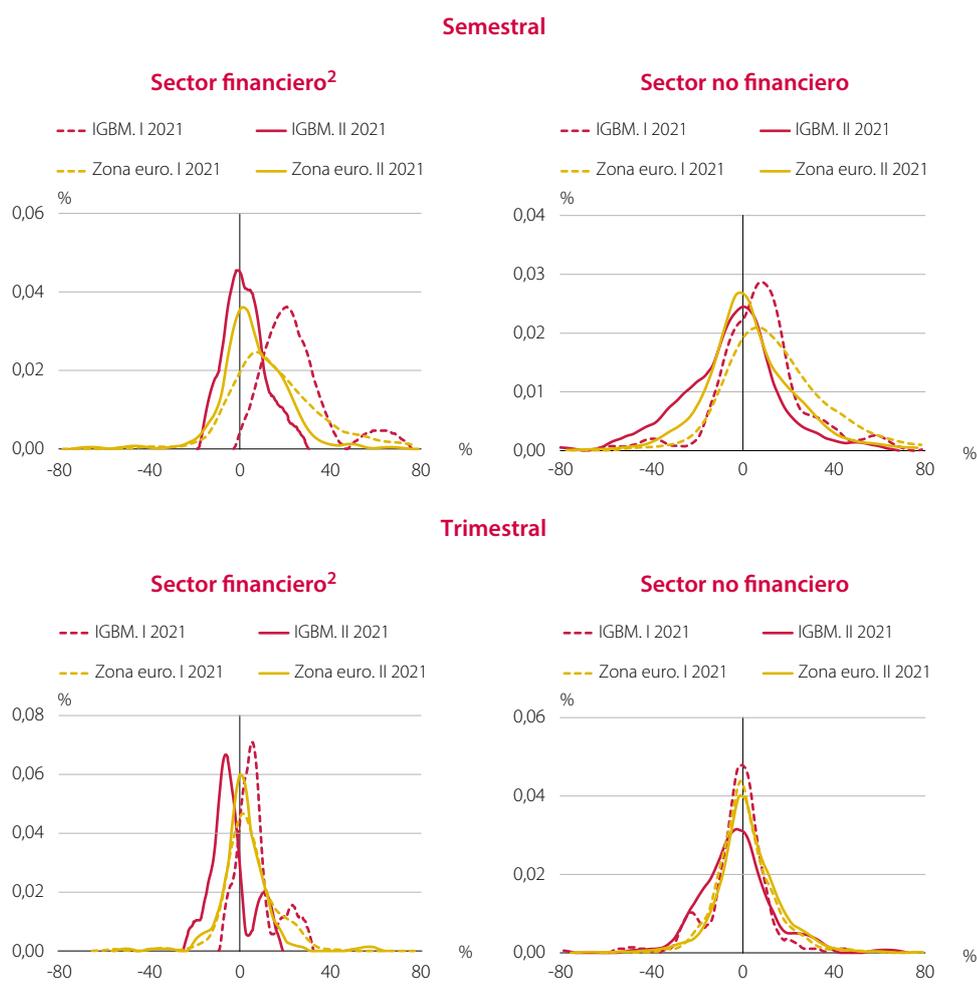
Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 31 de diciembre.

Las distribuciones de las rentabilidades de las empresas cotizadas españolas y europeas reflejan la evolución de estos mercados a lo largo del año descrita, con un comportamiento algo peor para las sociedades de nuestro país, especialmente en el último trimestre del ejercicio. Así, los resultados de la primera mitad del año muestran una importante recuperación de las cotizaciones de las compañías, que se inició ya en el último trimestre de 2020, mientras que en el segundo semestre se produjo,

en términos generales, un estancamiento de este crecimiento. Sin embargo, se observan algunas diferencias importantes entre nuestra economía y el resto de Europa: las empresas españolas pertenecientes al sector financiero obtuvieron unos rendimientos superiores a los de sus análogas europeas en el primer semestre, puesto que todas ellas se revalorizaron más del 10 %, proporción que fue del 53 % de las entidades en el caso de la zona euro. En cambio, en la segunda mitad del año se observó lo contrario, ya que superaron el 10 % de revalorización solo el 18 % de las instituciones financieras españolas frente al 33 % de las europeas (véanse paneles superiores del gráfico 11).

Distribución de la variación de las cotizaciones bursátiles¹

GRÁFICO 11



Fuente: Bolsa de Madrid y Refinitiv Datastream.

- 1 El análisis se efectúa sobre las compañías que componen cada uno de los índices al cierre de 2021. En esa fecha, el índice bursátil español IGBM comprendía 116 compañías admitidas a negociación y el índice bursátil de la zona euro, 1.342 empresas.
- 2 El sector financiero comprende las entidades de crédito, las aseguradoras, las sociedades de cartera y *holdings*, y otras empresas proveedoras de servicios de inversión. En el caso de España, se trata de 11 compañías (10 % del total de empresas del índice) y en el de la zona euro, de 211 empresas (un 16 % del total).

Por su parte, el comportamiento de las empresas no financieras españolas pertenecientes al IGBM también fue algo más desfavorable que el de las compañías de la zona euro en ambos semestres. Así, en el primero, a pesar de que en ambas economías el porcentaje de empresas con rendimientos negativos no fue muy dispar (23 % en España frente al 28 % en la zona euro), las que experimentaron revalorizaciones superiores al 20 % fueron mucho menos numerosas, en términos relativos, en el caso del IGBM, con alrededor de un 20 % frente al 32 % de la zona euro. En el segundo semestre también se produjo un mejor comportamiento a nivel europeo que a nivel nacional, ya que un 57 % de las empresas cotizadas en el IGBM obtuvo una rentabilidad negativa frente a un 44 % en la zona euro.

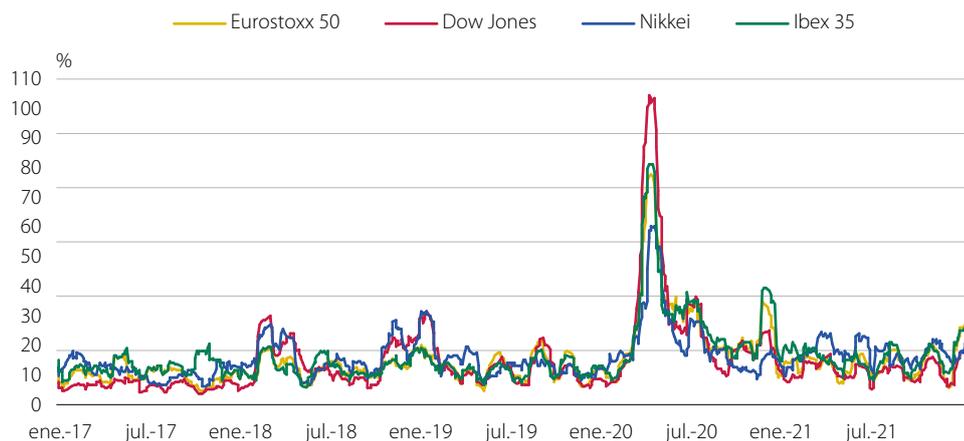
El análisis de la distribución de las rentabilidades de los dos últimos trimestres del año revela pocas diferencias entre ellas en el caso de las compañías no financieras, mientras que para las empresas del sector financiero la distribución del cuarto trimestre muestra rendimientos peores que la del tercero, siendo esta diferencia mucho más acusada en los valores del IGBM. Así, tan solo un 18 % de las entidades financieras españolas cotizadas presentó una rentabilidad negativa entre julio y septiembre de 2021, frente al 77 % del último trimestre, mientras que esta proporción fue del 30 % y el 45 %, respectivamente, en las compañías financieras de la zona euro. Por su parte, la distribución de las rentabilidades de las empresas no financieras fue, como se ha mencionado, mucho más pareja en ambos trimestres: algo menos de un 60 % del total de compañías españolas y alrededor del 50 % de las empresas de la zona euro tuvieron un rendimiento negativo en ambos trimestres (véanse paneles inferiores del gráfico 11).

3.2 Volatilidad

Las medidas de volatilidad histórica de los índices bursátiles más relevantes no experimentaron cambios significativos a lo largo del año, al contrario de lo ocurrido en 2020 (véase gráfico 12). Los mayores niveles de volatilidad en 2021 se observaron en el primer y el cuarto trimestres del año, aunque, en todo caso, fueron muy inferiores a los de 2020. La volatilidad anual del Ibex 35 y del Eurostoxx 50 fue en promedio de un 15 %, siendo los valores de cierre de año algo superiores (en torno al 16 % y 18 %, respectivamente). Por su parte, la volatilidad del Dow Jones se mantuvo relativamente estable y cercana al 12 % durante el ejercicio, para finalizarlo en torno al 14 %. En cuanto a las medidas de volatilidad implícitas de los índices bursátiles más relevantes, se observaron unos promedios anuales de entre el 15 % y el 18 %, exceptuando el tecnológico Nasdaq, cuya volatilidad fue superior.

Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 12



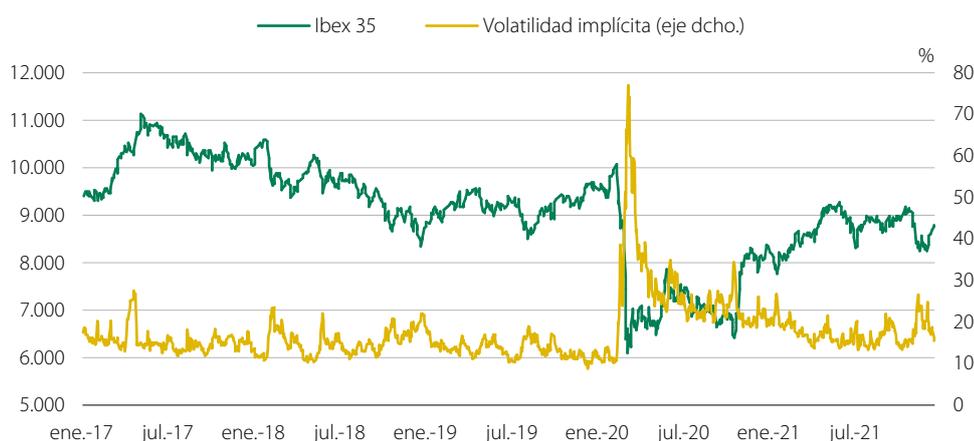
Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 31 de diciembre.

En el caso del Ibex 35, el valor de la volatilidad histórica volvió a incrementarse en el cuarto trimestre (18,05 %) por segundo trimestre consecutivo, tras los descensos observados en la primera mitad del año. Esta nueva alza de la volatilidad volvió a alejar su valor de la zona de mínimos históricos —próximos al 10 %— observados al cierre de 2019 (véase gráfico 13).

El promedio anual de este indicador en 2021 fue del 15,9 %, casi la mitad del valor alcanzado en 2020 (28,4 %), cuando se situó en su nivel más elevado de la última década, pero por encima de los promedios anuales de ejercicios anteriores²⁴. La volatilidad en el año se ha movido en un rango relativamente estrecho de apenas 20 p.p. y su cota máxima tan solo ha superado el 25 %. El comportamiento de la volatilidad del mercado español se sitúa en línea con el observado en otras grandes bolsas europeas y estadounidenses.

Evolución del Ibex 35 y de la volatilidad implícita¹

GRÁFICO 13



Fuente: Refinitiv Datastream y MEFF. Datos hasta el 31 de diciembre.

1 Volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento.

24 La volatilidad histórica del Ibex 35 alcanzó en promedio el 12,3 % y el 15,1 % en 2019 y 2018, respectivamente.

3.3 Rentabilidad por dividendo y PER

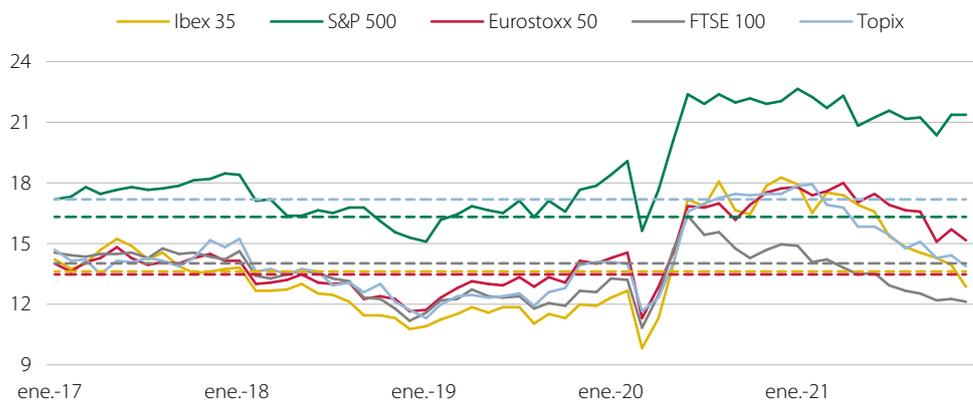
Las rentabilidades por dividendo mostraron un comportamiento heterogéneo entre los principales índices. En el año se observaron tanto incrementos leves con respecto al año anterior (por ejemplo en el Topix y el Mib 30) como caídas anuales (Ibex 35).

En general, las rentabilidades por dividendo siguieron siendo superiores en los índices europeos que en los estadounidenses o japoneses (a excepción del índice Euronext 100). Así, a finales de diciembre la rentabilidad por dividendo del índice S&P 500 se situaba en el 1,7 % (frente al 2 % de finales de 2020), mientras que la rentabilidad media por dividendo para los índices europeos era del 2,7 % en diciembre (2,8 % a finales de 2020 y 3,6 % en 2019). En el conjunto de índices europeos la caída más significativa se observó en el Ibex 35, cuya rentabilidad por dividendo pasó del 4,2 % en 2020 al 3 % en 2021; si bien otros índices también presentaron descensos (este fue el caso del Dax 30 y el FTSE 100 con disminuciones de 0,4 p.p., hasta el 2,2 %, y de 0,2 p.p., hasta el 3,5 %, respectivamente). El índice italiano Mib 30 presentó el mayor incremento en el año (0,8 p.p., hasta el 3,3 %), seguido del Euronext 100 y el Cac 40.

Las ratios entre el precio y los beneficios por acción (PER) de los principales índices de renta variable experimentaron caídas en 2021 con respecto a diciembre de 2020 (véase gráfico 14). Los descensos de estas ratios se explican por la progresiva recuperación de los beneficios empresariales esperados. En el final de 2021 los mayores descensos de la ratio PER se observaban en los índices europeos: oscilaban entre 1,4 (Dax 30) y 5,8 veces (Ibex 35-), lo que aumentaba su diferencia respecto a las ratios de los índices estadounidenses, mucho más elevadas. La ratio PER finalizaba el año en 21,3 veces en el índice S&P 500, muy por encima de los registros en Europa, que oscilaban entre 12,1 (FTSE 100) y 15,9 (Euronext 100) y en Japón (13,6). Tal y como se observa en el gráfico 14, tan solo el S&P 500 y el Eurostoxx 50 mostraban ratios PER superiores a sus promedios históricos a finales de 2021.

PER¹ de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 14



Fuente: Refinitiv Datastream. Datos para la última sesión de cada mes. Datos hasta el 31 de diciembre.

1 Los beneficios por acción del denominador de esta ratio están basados en previsiones a 12 meses. Las líneas punteadas representan los promedios históricos para cada índice desde 2000.

En España, la ratio PER del Ibex 35 fue disminuyendo progresivamente a lo largo del año, desde 17,9 veces en enero hasta 12,9 a finales de año —su valor más bajo en el ejercicio—. En un contexto de avances en las cotizaciones, el descenso de la PER se explica, como se indicó previamente, por la recuperación progresiva de los beneficios empresariales esperados a lo largo del año. En el último trimestre, su valor disminuyó desde 14,5 hasta 12,9, puesto que al leve retroceso de las cotizaciones se unió el mantenimiento de la expansión de los beneficios empresariales previstos. Al cierre del año, con la excepción del mercado británico, cuya ratio es aún menor, el mercado español presenta la ratio PER más baja entre los principales mercados de nuestro entorno y los índices de referencia internacionales más destacados (véase gráfico 14).

3.4 Actividad: contratación, emisiones y liquidez

Los volúmenes de negociación²⁵ de las principales bolsas y sistemas multilaterales de negociación (SMN) experimentaron en 2021 (véase cuadro 12) una evolución creciente tanto en EE. UU. como en Japón, mientras que en las plataformas europeas los datos de contratación fueron más heterogéneos (véase cuadro 12).

En EE. UU. el aumento de la negociación total fue del 5 %, siendo los avances más importantes los registrados en Nasdaq OMX y Cboe Global Markets (8 % y 7 %, respectivamente²⁶). En Japón el incremento de la contratación en 2021 fue del 3 %. En Europa la negociación descendió en varias plazas, destacando el caso de la bolsa de Londres (-28 %). A esta le siguieron las caídas de la negociación en Bolsas y Mercados Españoles —BME— (-13 %) y en Deutsche Börse (-7 %). Por el contrario, en Euronext se observó un aumento en los volúmenes (hasta noviembre) del 14 %, así como en Cboe Equities Europe (7 %). De la misma forma, el SMN Turquoise avanzó un 7 % en su actividad de negociación hasta noviembre.

25 Según los datos publicados por la Federación Mundial de Bolsas y la Federación Europea de Bolsas.

26 La cifra de contratación en las bolsas de EE. UU. está posiblemente infraestimada, pues no están disponibles los datos de NYSE del último trimestre de 2021.

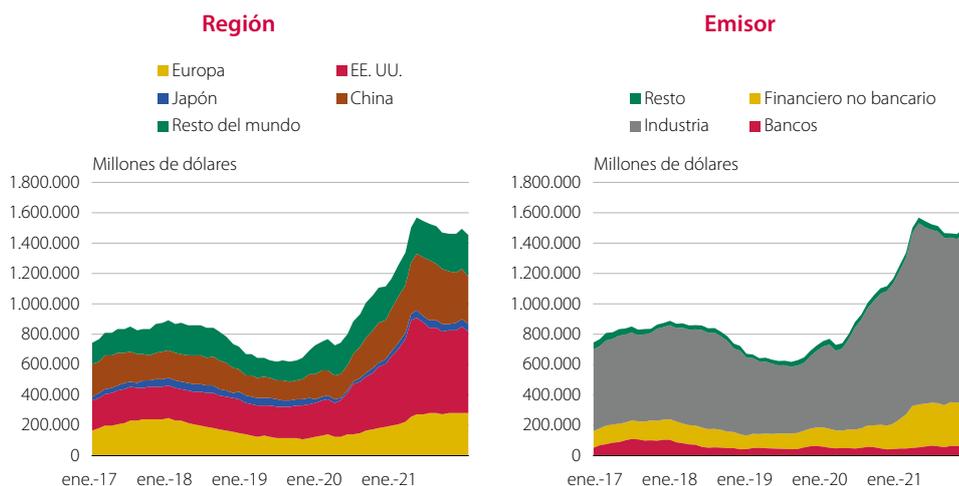
Miles de millones de euros

	2018	2019	2020	2021 ¹	mar.-21	jun.-21	sep.-21	dic.-21 ¹
Operador de mercado								
EE. UU. ²	44.222	36.874	61.492	64.582	16.957	15.586	15.482	16.557
Nasdaq OMX	14.250	14.210	21.840	23.553	6.194	5.370	5.414	6.576
NYSE ³	16.397	10.918	22.991	23.265	5.904	6.040	5.912	–
Cboe Global Markets	13.575	11.747	16.661	17.764	4.859	4.176	4.156	4.572
Japan Exchange Group	5.327	4.542	5.399	5.555	1.447	1.276	1.363	1.470
London Stock Exchange Group ⁴	2.143	1.784	1.837	1.320	466	291	274	288
Euronext ⁵	1.865	1.713	2.193	2.493	555	582	644	713
Deutsche Börse	1.538	1.344	1.812	1.686	489	393	377	427
BME ⁶	591	470	429	375	94	93	80	109
Cboe Equities Europe ⁷	2.377	1.667	1.462	1.568	370	365	376	457
Sistema multilateral de negociación (SMN)								
Turquoise	621	299	286	306	85	87	81	53

Fuente: Federación Mundial de Bolsas de Valores, Federación Europea de Bolsas de Valores y CNMV.

- 1 Datos hasta el 31 de diciembre, excepto en Euronext y Turquoise, donde se recogen hasta el 30 de noviembre.
- 2 Desde 2009 se considera la suma de Nasdaq OMX, New York Stock Exchange (NYSE) y Cboe Global Markets (antes BATS).
- 3 No están disponibles los datos del cuarto trimestre de 2021, por lo que la cifra anual de 2021 incluye los datos de negociación del cuarto trimestre de 2020 con fines comparativos.
- 4 Incluye London Stock Exchange y Borsa Italiana.
- 5 Incluye Bélgica, Holanda, Francia, Portugal, Irlanda y Euronext London.
- 6 Bolsas y Mercados Españoles. No incluye Latibex.
- 7 BATS Europe hasta febrero de 2017, fecha en que fue adquirido por el grupo Cboe Global Markets.

Las emisiones de renta variable en los mercados financieros internacionales (véase gráfico 15) aumentaron un 24,6 % con respecto a 2020, situándose a finales de diciembre de 2021 en 1,45 billones de dólares. Se observaron avances anuales en todas las regiones contempladas, destacando Europa, donde aumentaron un 40,1 % hasta situarse en 280.000 millones de dólares, y EE. UU., donde aumentaron más de 90.000 millones, hasta 539.000 millones de dólares, en 1 año. En Japón y en China el incremento de las emisiones de renta variable con respecto a diciembre de 2020 fue notable pero inferior (un 11,2 % y un 13,8 %, hasta los 44.100 millones y los 320.300 millones de dólares, respectivamente). Se registraron incrementos en las emisiones de renta variable en todos los sectores, sobre todo en las del sector financiero no bancario (72,7 %) y las de los bancos (45,3 %). Las compañías industriales y las empresas de *utilities* emitieron un 15,6 % y un 7,4 % más respectivamente, siendo las primeras las más importantes en valor absoluto.



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

La contratación de renta variable española se recuperó de nuevo en el último trimestre del año, como suele ocurrir en los cierres de ejercicio, aunque se situó un 1,3 % por debajo de la alcanzada en el mismo trimestre de 2020. Este descenso se debió exclusivamente a la disminución de un 5 % de los volúmenes de negociación en centros distintos del mercado regulado español, puesto que en este último (BME) se produjo un aumento interanual del 1,9 %.

En el conjunto del año el volumen contratado de valores españoles alcanzó poco más de 690.000 millones de euros, un 11,6 % menos que en 2020 y la cifra más baja desde 2004. Por tanto, se mantiene la tendencia de caída de los volúmenes de negociación de la renta variable española, circunstancia que sucede también, en menor medida, en algunas otras plazas europeas²⁷. Del importe total, algo más de 365.000 millones correspondieron al mercado regulado español (un 12,7 % menos), que alcanzó el volumen más bajo desde el año 1999, mientras que 325.000 millones (un 10,2 % menos) correspondieron a centros de negociación competidores.

27 Véase cuadro 12.

Millones de euros

	2018	2019	2020	2021	II 21	III 21	IV 21
Total	930.616,1	805.833,0	780.343,5	690.205,8	169.201,6	150.830,9	192.056,5
Admitida en SIBE	930.607,1	805.826,6	780.341,0	690.198,4	169.199,0	150.830,5	192.054,8
BME	579.810,4	460.267,4	418.512,6	365.170,2	90.282,5	77.726,6	105.892,4
Cboe Equities ²	278.361,0	256.772,5	275.682,4	238.466,3	55.259,9	54.457,9	66.305,7
Turquoise	42.883,4	30.550,6	23.242,2	23.101,3	5.981,7	5.549,7	5.476,8
Otros	29.552,2	58.236,1	62.903,8	63.460,6	17.674,9	13.096,3	14.379,9
Corros	8,2	6,2	2,5	7,4	2,6	0,4	1,6
Segundo mercado	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria							
Contratación en BME de RV extranjera	3.517,1	3.480,5	4.273,8	4.343,6	1.061,9	1.106,5	1.118,3
BME MTF Equity ³	4.216,3	4.007,7	3.929,0	3.536,5	815,2	639,8	1.110,4
Latibex	151,6	136,6	79,5	48,8	8,1	7,9	21,7
ETF	3.027,6	1.718,0	2.551,1	1.549,0	345,3	404,5	398,7
Total contratación BME	590.732,0	469.616,6	429.348,5	374.655,6	92.515,6	79.885,7	108.543,1
% RV española en BME respecto al total RV española	62,6	57,4	53,9	53,3	53,7	51,9	55,5
Internalizadores sistemáticos⁴	143.956,9	141.308,3	144.694,4	48.469,9	11.077,5	10.759,6	11.490,6

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). 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 trasladó a Ámsterdam como consecuencia del *brexit*.
- 3 Hasta septiembre de 2020 se denominaba 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).
- 4 Datos estimados por la CNMV con información de *transaction reporting*.

El reparto de la negociación de valores españoles entre BME y el resto de centros de negociación favoreció a BME en el tramo final del ejercicio debido a su mejor evolución en este periodo de tiempo, si bien no fue así en el conjunto del año. La cuota de mercado en el cuarto trimestre de la negociación de valores españoles en BME abarcó el 55,5 % de la negociación total sujeta a reglas de mercado no discrecionales (51,9 % en el tercer trimestre). Sin embargo, en el acumulado del ejercicio esta proporción se situó en el 53,3 %, aproximadamente 6 décimas menos que en 2020.

Con todo, parece observarse una cierta estabilización de las cuotas de mercado de estos centros a lo largo de los dos últimos años, a pesar de que para algunos valores concretos la negociación realizada en otros centros de negociación sigue siendo muy superior a su contratación en el mercado regulado nacional. Así, la proporción negociada en BME oscila cada trimestre entre el 52 % y el 57 % del total y, en contrapartida, la de los centros competidores lo hace entre el 43 % y el 48 %²⁸.

28 La cuota de mercado anual de los mercados competidores se situó en el 46,1 %, el 42,6 % y el 37,4 % de la negociación sujeta a reglas de mercado no discrecionales en 2020, 2019 y 2018, respectivamente.

Respecto de la fragmentación de la negociación a escala europea también se ha observado una cierta estabilidad en 2021, de modo que la contratación realizada en otros centros de negociación distintos al mercado regulado se ha mantenido en el conjunto de Europa algo por debajo del 40 %. Esta situación, que en un primer momento podría haberse atribuido parcialmente al *brex* por el menor incentivo a la contratación en el Reino Unido —donde estaban localizados inicialmente gran parte de los centros competidores de los mercados regulados—, se ha mantenido sin cambios en este ejercicio, en el que estos centros competidores ya han establecido filiales plenamente operativas en el territorio comunitario.

En cuanto a la composición de la contratación de las acciones españolas en el exterior, el centro Cboe Global Markets (Cboe) —que tras el *brex* opera desde Ámsterdam— mantuvo su posición privilegiada en el cuarto trimestre al registrar un volumen negociado superior a 66.300 millones de euros, lo que representa casi el 63 % de lo contratado en BME. Su volumen acumulado en el año fue notable, cercano a 238.500 millones de euros, pero un 13,5 % inferior al de 2020, por lo que fue el operador que presentó el retroceso más intenso. Esta cifra anual representa el 73,4 % del importe contratado en el exterior, frente al 76 % del ejercicio anterior y su nivel más bajo de los últimos 4 ejercicios. Por su parte, Turquoise mejoró ligeramente su cuota de mercado hasta el 7,1 %, tras varios ejercicios sucesivos de descensos de esta, mientras que el resto de operadores en conjunto y por tercer año consecutivo volvieron a registrar un ligero aumento tanto del volumen negociado como de su cuota de mercado, que creció hasta el 19,5 % (véase cuadro 13).

Asimismo, la negociación efectuada por los internalizadores sistemáticos se situó en el último trimestre y en el conjunto del ejercicio por debajo del 7 % de la negociación total de los valores españoles (definiendo negociación total como la suma de aquella sujeta a reglas de mercado no discrecionales y la realizada por internalizadores sistemáticos). Esta proporción, que representa menos de la mitad de la que se ha venido observando con cierta estabilidad desde 2019, ha mantenido una tendencia decreciente durante la mayor parte del año, que, de consolidarse, supondría un avance significativo en el cumplimiento de uno de los objetivos de la regulación MiFID II, que era desplazar parte de la negociación hacia centros de contratación en los que se opere bajo reglas de mercado no discrecionales.

El volumen de emisiones de renta variable realizadas en los mercados nacionales en el conjunto de 2021 fue significativo y alcanzó los 14.938 millones de euros, un 37,6 % más que en el ejercicio anterior y el importe más elevado desde 2017. Ello a pesar de que el volumen fue muy reducido en el cuarto trimestre del año, situándose en 322 millones de euros, el más bajo en un trimestre de los últimos años (véase cuadro 14).

Aun así, el volumen de emisiones en el conjunto de 2021 fue significativo y alcanzó los 14.938 millones de euros, un 37,6 % más que en el ejercicio anterior y el importe más elevado desde 2017. Este avance se apoyó, en gran medida, en el crecimiento de las ampliaciones de capital con contrapartida no monetaria y otros tipos de operaciones. Asimismo, en el ejercicio tuvieron lugar la oferta pública de venta (OPV) de Acciona Energía, la primera OPV en el mercado español desde el año 2018, así como las salidas a bolsa de Grupo Ecoener y Línea Directa en forma de oferta pública de suscripción (OPS) y *listing*, respectivamente.

	2019	2020	2021	I 21	II 21	III 21	IV 21
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	33	38	44	10	10	16	8
Ampliaciones de capital	33	38	43	10	10	15	8
Ofertas públicas de suscripción de valores (OPS)	1	1	1	0	1	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	0	1	0	0	1	0
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	52	38	52	10	14	19	9
Ampliaciones de capital	52	38	51	10	14	18	9
Ofertas públicas de suscripción de valores (OPS)	1	1	1	0	1	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones ² (OPV)	0	0	1	0	0	1	0
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Ampliaciones de capital con captación de recursos	8.240,6	8.903,1	13.673,0	2.196,7	8.752,8	2.567,4	156,2
Con derecho de suscripción preferente	4.729,8	6.837,2	7.060,4	0,0	7.032,8	6,3	21,2
Sin derecho de suscripción preferente	10,0	150,1	100,0	0,0	100,0	0,0	0,0
Colocaciones aceleradas	500,0	750,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ampliación con contrapartida no monetaria ³	2.034,2	233,0	3.525,3	2.079,2	56,0	1.390,1	0,0
Ampliaciones de capital por conversión	354,9	162,4	109,5	0,0	68,0	41,4	0,0
Otras	611,8	770,3	2.878,1	117,5	1.496,0	1.129,6	135,0
Ampliaciones de capital liberadas⁴	1.565,4	1.949,0	1.264,9	772,5	195,8	131,1	165,5
De las cuales dividendo elección	1.564,1	1.949,0	1.243,6	772,5	195,8	131,1	144,2
Total ampliaciones de capital	9.806,0	10.852,1	14.938,1	2.969,2	8.948,7	4.898,8	321,7
Ofertas públicas de venta	0,0	0,0	2.200,2	0,0	0,0	2.200,2	0,0
Pro memoria: operaciones en el MAB⁵							
Número de emisores	12	13	60	9	11	26	14
Número de emisiones	17	14	77	11	15	32	19
Importe efectivo (millones de euros)	298,3	238,0	2.441,0	83,2	692,3	1.230,6	434,7
Ampliaciones de capital	298,3	238,0	2.441,0	83,2	692,3	1.230,6	434,7
De ellas, mediante OPS	229,4	173,0	1.654,0	0,0	405,5	869,6	379,1
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.

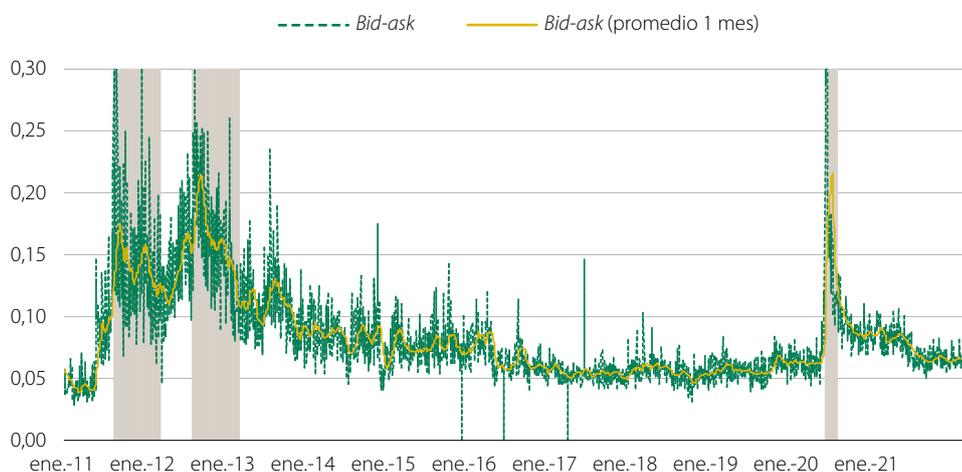
- 1 Operaciones registradas en la CNMV. No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex.
- 2 En este epígrafe, las operaciones relacionadas con el ejercicio del denominado *green shoe* se contabilizan de forma independiente.
- 3 Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.
- 4 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.
- 5 Operaciones no registradas en la CNMV.

Las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas a través del diferencial de compra/venta (*bid-ask spread*), se mantuvieron estables y con diferenciales reducidos, pero tendieron a deteriorarse ligeramente en el último trimestre del año, como había ocurrido en el trimestre anterior. A pesar del aumento de los volúmenes negociados, el *spread* experimentó un levisimo repunte en el trimestre favorecido por el incremento de la volatilidad, hasta situarse en promedio en 0,068 %,

ligeramente por encima de la media de los 2 últimos trimestres (0,065 % en el segundo y 0,066 % en el tercero), pero por debajo de la media del ejercicio (0,07 %) y de su promedio histórico (0,09 %). Asimismo, su valor osciló en el año entre el 0,107 % de finales de enero y el 0,05 % de junio.

Indicador de liquidez (*bid-ask spread*) del Ibex 35

GRÁFICO 16



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. Se presenta información sobre el *bid-ask spread* del Ibex 35 y el promedio del último mes. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013, así como a la prohibición más reciente, que se extendió entre el 16 de marzo y el 18 de mayo de 2020. Las dos últimas prohibiciones afectan a todas las entidades.

3.5 Resultados

La recuperación de la actividad económica durante el primer semestre de 2021 dio lugar a un fuerte incremento de los resultados de las sociedades españolas cotizadas no financieras en este periodo de tiempo. En términos muy generales tanto el importe de los beneficios de las sociedades como los indicadores de endeudamiento volvieron a niveles relativamente parecidos a los existentes justo antes de la pandemia. Así, como se observa en el cuadro 15, el beneficio agregado de todas las compañías cotizadas no financieras entre enero y junio de 2021 superó la cifra de 17.500 millones de euros, lo que contrasta con las pérdidas del mismo periodo del año previo, de un importe cercano a 2.000 millones de euros, acaecidas en los peores momentos de la crisis del COVID-19 en términos económicos. Todos los sectores experimentaron mejoras en los márgenes evaluados, si bien destacó por su intensidad la fuerte recuperación del resultado de las compañías del comercio y los servicios. En ellas el resultado del primer semestre del año fue 12.500 millones de euros más elevado que el obtenido 1 año antes. En el resto de los sectores, el aumento de los beneficios osciló entre 1.250 millones de euros (construcción e inmobiliario) y 3.440 millones (energía).

El análisis de los resultados a nivel individual dentro de cada sector muestra algunos patrones característicos. En un marco de recuperación generalizada de la cuenta de pérdidas y ganancias de las entidades, siguió observándose una concentración muy

alta en algunos sectores, en los que la evolución de unas pocas entidades marcó la del conjunto del sector (esto ocurrió, por ejemplo, en el sector de la energía con Repsol²⁹ y en el sector del comercio y los servicios con Telefónica³⁰). También se aprecia que en todos los sectores, excepto en el de la energía³¹, cerca del 80 % de las entidades o más presentó un resultado mejor que el del año previo. Eso sí, muchas de las entidades que experimentaron una mejoría, sobre todo en el sector industrial y en el del comercio y los servicios, continuaron registrando pérdidas o aumentos en los beneficios muy leves.

Evolución de los resultados por sectores: empresas cotizadas no financieras

CUADRO 15

Millones de euros

	Resultado de explotación		Resultado antes de impuestos		Resultado (consolidado) del ejercicio	
	1S20	1S21	1S20	1S21	1S20	1S21
Energía	4.702,5	8.271,5	3.090,4	7.686,9	1.810,4	5.249,9
Industria	294,7	3.399,2	92,7	3.057,7	41,8	2.273,1
Comercio y servicios	-2.201,5	10.833,5	-4.027,9	9.302,6	-4.126,8	8.430,9
Construcción e inmobiliario	1.431,1	2.314,5	265,7	1.387,5	296,4	1.552,0
Total agregado	4.226,8	24.818,7	-579,0	21.434,7	-1.978,2	17.505,8

Fuente: CNMV.

El nivel de las deudas de las sociedades cotizadas no financieras presentó un aumento del 1,2 % en el primer semestre del año y quedó cerca de 259.000 millones de euros. Dicho nivel se incrementó en las compañías del comercio y los servicios (un 3,7 %, hasta casi 100.000 millones) y, en menor medida, en las empresas industriales (un 1,6 %, hasta 24.150 millones de euros), pero descendió en el sector de la construcción e inmobiliario (-1 %) y en el de la energía (-0,6 %). El incremento mencionado fue compatible con un descenso de la ratio de apalancamiento, que pasó de 1,12 a 1,02, debido al aumento más intenso del patrimonio neto de las sociedades (véase cuadro 16). Estas ratios oscilaban entre el 0,56 para las compañías del sector industrial y el 1,40 para las dedicadas al comercio y los servicios. Por su parte, la ratio de cobertura de la deuda, calculada como el cociente entre las deudas y el resultado de explotación, mejoró de forma sustancial en 2021 debido al fuerte incremento del resultado agregado de explotación, que prácticamente se multiplicó por seis entre 2020 y 2021.

29 El incremento del resultado neto de Repsol entre el primer semestre de 2020 y el de 2021 fue de 3.761 millones de euros.

30 El incremento del resultado neto de Telefónica entre el primer semestre de 2020 y el de 2021 fue de 9.967 millones de euros.

31 En este sector este porcentaje es del 47 %.

**Evolución del endeudamiento financiero bruto por sectores:
empresas cotizadas no financieras**

CUADRO 16

Millones de euros

	Deudas		Deudas sobre patrimonio neto		Deudas sobre resultado de explotación ¹	
	1S20	1S21	1S20	1S21	1S20	1S21
Energía	88.883,5	88.392,9	0,91	0,86	9,5	5,3
Industria	23.761,2	24.151,5	0,55	0,56	40,3	3,6
Comercio y servicios	96.379,8	99.899,4	1,89	1,40	-	4,6
Construcción e inmobiliario	46.828,8	46.380,0	1,29	1,24	16,4	10,0
Total agregado	255.853,3	258.823,8	1,12	1,02	30,3	5,2

Fuente: CNMV.

¹ La ratio se calcula con el resultado de explotación anualizado.

II Informes y análisis

Análisis del comportamiento de los inversores minoristas en los mercados financieros durante la crisis del COVID-19

Guillermo Cambronero Pérez (*)
Gloria Ruiz Suárez (*)

(*) Guillermo Cambronero Pérez y Gloria Ruiz Suárez pertenecen al Departamento de Estudios y Estadísticas de la CNMV.

Índice

Resumen	59
1 Introducción y motivación del análisis	61
2 Descripción de la muestra de datos	62
3 Operativa de los inversores minoristas durante la crisis del COVID-19	63
4 Características de los inversores minoristas durante la crisis del COVID-19	70
5 Conclusiones	73
Referencias	74

Resumen

Este artículo describe la evolución de la negociación de los inversores minoristas en el mercado de renta variable en 2019 y 2020, tratando de identificar los posibles cambios que pudo experimentar a raíz de la incertidumbre asociada a la crisis del COVID-19. Para ello se ha tomado una muestra suficientemente representativa de la negociación de los inversores minoristas que operaron con acciones del Ibex 35 durante esos dos años.

Los principales resultados del estudio ponen de manifiesto un fuerte aumento de la negociación en acciones del Ibex 35 por parte de estos minoristas desde los primeros momentos de la crisis, al principio con más intensidad en la vertiente compradora (el volumen de compras se multiplicó por 4 en marzo de 2020) y después en la vertiente vendedora. El aumento de la negociación tuvo su origen en el fuerte incremento del número de operaciones efectuado por estos inversores, que se intensificó como consecuencia de la incorporación masiva de inversores nuevos al mercado en los momentos de mayores turbulencias. Desde aquellos momentos la participación de los inversores minoristas se fue reduciendo de forma progresiva pero no ha retornado a los niveles anteriores a la crisis.

El aumento de la negociación de los minoristas durante la crisis es una tendencia identificada también en otros países europeos como Francia y Bélgica. En España el aumento de la negociación de acciones del Ibex 35 por parte de los inversores minoristas destacó, sobre todo, en los meses de marzo, junio y noviembre de 2020. En marzo de aquel año, coincidiendo con una caída mensual del Ibex 35 del 22,2 %, se alcanzó el nivel máximo del volumen de compras del periodo, aproximadamente 4.000 millones de euros (en torno a 1.000 millones de euros mensuales en 2019). El máximo volumen mensual de ventas se registró en noviembre (2.825 millones de euros, frente a un máximo de 1.600 millones en 2019), momento en el cual el índice repuntaba un 25,2 % con respecto al mes anterior.

De la misma forma, el número de operaciones llevadas a cabo en las primeras semanas de la crisis experimentó un aumento muy acusado: en marzo de 2020, la cantidad de operaciones de compra ejecutadas se multiplicó por más de cuatro y las de venta por más de dos respecto a las cifras del mismo mes de 2019. Este avance determinó el fuerte repunte del volumen de la negociación total por parte de los inversores minoristas, ya que el valor mediano por operación se redujo durante la crisis del COVID-19. Después de los primeros meses tras el inicio de la crisis sanitaria, el auge en la operativa bursátil se suavizó, observándose un retorno paulatino hacia los valores iniciales de negociación, sin que estos se hubieran alcanzado al final de 2020.

Los sectores predominantes en los que operaron los inversores minoristas experimentaron ligeras variaciones a medida que avanzaba la crisis: la mayor parte de la negociación siguió produciéndose en aquellos que ya eran más relevantes antes de esta, si bien perdieron algo de importancia relativa (por ejemplo, en el caso del sector financiero o el de las comunicaciones), en favor de otros sectores como el industrial y el sanitario.

Por otra parte, la presencia de los inversores minoristas con respecto al total de la negociación aumentó durante la primera ola del virus, aunque fue retornando hacia los valores iniciales, sin alcanzarlos a finales de 2020. Destaca el hecho de que los mayores aumentos de la presencia de inversores minoristas se dieron en aquellos sectores que se vieron más afectados por la situación de crisis como, por ejemplo, el sector del turismo, las comunicaciones y el financiero. Sin embargo, los datos de propiedad de las acciones por tipo de inversor de 2020 no revelan cambios significativos en los porcentajes atribuidos a las familias, siendo la posición de los inversores minoristas similar a la de ejercicios pasados (del 17,1 % en 2020, 1 punto por encima del dato registrado en 2019, aunque alejado de los datos de años anteriores).

En general, una proporción mayoritaria del volumen negociado con acciones del Ibex 35 entre 2019 y 2020 fue realizada por hombres (en torno al 80 %), aumentando levemente esta proporción en los primeros meses de la crisis. La edad media del conjunto de inversores minoristas refleja que las mujeres que negocian con estas acciones son mayores que los hombres. Aunque tanto las edades medias de los hombres y mujeres que negociaron disminuyeron al inicio de la pandemia, posteriormente volvieron a aumentar, a pesar de lo cual finalizaron 2020 en niveles inferiores a los iniciales.

Otro aspecto que destacar en los primeros momentos de la crisis es la incorporación masiva de inversores minoristas al mercado, sobre todo los días en los que el Ibex 35 registraba sus caídas más intensas. Las características demográficas de estos nuevos inversores varían ligeramente respecto a las del conjunto total de inversores. En particular, su edad media es inferior en los momentos iniciales de la crisis, así como la proporción de hombres que operan en el mercado (aunque continúa siendo mayoritaria).

En conclusión, este trabajo describe la evolución del comportamiento inversor de las personas físicas ante la situación de incertidumbre y volatilidad experimentada en los mercados bursátiles en 2020. Se detecta un aumento significativo de la operativa bursátil, sobre todo en los primeros momentos de dicha crisis, explicado por el fuerte incremento del número de operaciones en el mercado (de menor tamaño de media) y por una incorporación extraordinaria de inversores, todo ello en un entorno en el que las nuevas tecnologías facilitan de forma sustancial el acceso a los mercados. En los primeros momentos, el aumento de la negociación se produjo, sobre todo, en la vertiente compradora, mientras que a final de año, cuando las cotizaciones se recuperaron, se produjo un mayor incremento de la actividad en la vertiente vendedora. Estos resultados parecen revelar que al menos una parte de los inversores minoristas identificó oportunidades atractivas de inversión en acciones en los momentos de mayores caídas en los precios, esperando una recuperación de estos en el futuro, y de desinversión a finales de año, cuando la recuperación de dichos precios permitía obtener un rendimiento.

Los resultados que se presentan en este artículo, que es una versión resumida de un documento de trabajo más amplio de próxima aparición, van acompañados de la publicación de un cuadro de mandos o *dashboard* interactivo accesible en la web para todos los usuarios desde cualquier dispositivo electrónico¹. A través de este se puede acceder a los principales gráficos dinámicos elaborados en este trabajo, que

1 <https://app.powerbi.com/view?r=eyJrIjoiaMTMxMTdhOWUtZjQ1Mi00Y2I4LTg4MmUtMzk3Mzk1MGY4MzBhliwidCI6IjRiZDE1NWQzLWNIYjUtNGFjMCO4MzZILWJkMmFhMjJZDK2OSlsmMiOjI9>.

son susceptibles de ser modificados de forma sencilla por el usuario, para que él mismo pueda observar los resultados seleccionando un periodo de tiempo, tipo de mercado, sector, grupo de edad, género y tipo de inversor concretos.

1 Introducción y motivación del análisis

La crisis desencadenada a raíz de la expansión del COVID-19 en el primer trimestre de 2020 propició descensos abruptos de las cotizaciones en los mercados de renta variable nacionales e internacionales, así como repuntes de los indicadores de volatilidad que, en algunos casos, alcanzaron máximos superiores a los registrados en la crisis financiera de 2008. Las turbulencias ocasionadas en el mercado bursátil y el confinamiento de la población² dieron lugar a un aumento de la actividad en la bolsa española en marzo de 2020, observándose incrementos notables en los volúmenes de negociación, en línea con la tendencia de otras plazas europeas.

Entre 2019 y 2020 apenas un 5,5 % del volumen de negociación por operaciones de compra y venta ejecutadas sobre acciones del Ibex 35 en las bolsas españolas fue realizado por inversores minoristas. Aunque esta proporción no es muy elevada, resulta de interés el análisis específico de la operativa de estos inversores por varias razones. En primer lugar, la inversión de los hogares en acciones cotizadas representa una parte importante de la cartera total de sus activos financieros, por encima incluso de la media de la zona euro³. En segundo lugar, la consecución del objetivo de protección del inversor minorista que tiene la CNMV se puede beneficiar de una mejor información sobre el patrón inversor de este colectivo, extendiendo el análisis a momentos de turbulencias o *shocks* exógenos, como el de la crisis del COVID-19.

Este trabajo analiza el comportamiento de los inversores minoristas en el mercado de renta variable en 2019 y 2020, estableciendo cuatro subperiodos temporales que permiten identificar, en caso de haberlos, cambios relevantes en los patrones de inversión de este colectivo a raíz de la pandemia. De esta forma se alinea con otros trabajos similares llevados a cabo por las autoridades de valores de Francia y Bélgica. En particular, el trabajo persigue varios objetivos: i) mostrar la evolución del número e importe de las compras y las ventas de acciones cotizadas por parte de los inversores minoristas durante 2019 y 2020, ii) relacionar estos datos con determinadas características demográficas de los individuos e iii) identificar si la crisis del COVID-19 supuso un cambio estructural en el comportamiento de los minoristas en materia de inversión.

2 El confinamiento en un contexto de caída de las cotizaciones propició un aumento del interés de los inversores por llevar a cabo transacciones bursátiles. De hecho, según la base de datos de Google Trends, en España, desde mediados de febrero hasta la segunda semana de marzo, las búsquedas referentes a la inversión en bolsa aumentaron más de un 220 %, así como las que guardaban relación con el Ibex 35 y la bolsa de valores (más de un 160 %).

3 En 2019 la inversión de los hogares españoles en acciones cotizadas representaba algo más de un 5 % de su cartera total (alrededor del 4 % en la zona euro). Este porcentaje se redujo durante 2020 (4,1 % en marzo), aunque a finales de año volvió a suponer unas cifras cercanas a las existentes antes de la crisis (4,9 %)

2 Descripción de la muestra de datos

Este trabajo trata de evaluar el comportamiento de los inversores minoristas en los mercados financieros. Con fines analíticos, se ha considerado *inversor minorista* a cualquier persona física con independencia de su experiencia inversora⁴. El grueso de este análisis se realiza a partir de la información recogida a través de la comunicación de operaciones y registros de órdenes de las empresas de servicios de inversión⁵, la base de datos de referencia de instrumentos financieros (FIRDS, por sus siglas en inglés), la base de datos estadística del Banco Central Europeo y la Estadística del Padrón Continuo del Instituto Nacional de Estadística⁶.

El análisis llevado a cabo se basa en los datos de negociación de inversores minoristas sobre los valores del Ibex 35 en mercados regulados y en los principales sistemas multilaterales de negociación e internalizadores sistemáticos entre 2019 y 2020, pues de esta forma se tienen en cuenta las acciones cotizadas más líquidas negociadas en España⁷. Además, se han segmentado esos dos años en cuatro subperiodos en función de los acontecimientos y avances de la crisis sanitaria, para facilitar el análisis de su impacto en el comportamiento de los inversores minoristas.

El primero de ellos, anterior al estallido de la crisis del COVID-19, abarca desde el 1 de enero de 2019 hasta el 15 de febrero de 2020 y muestra la operativa bursátil de los inversores minoristas en tiempos normales (o de ausencia de turbulencias). El siguiente subperiodo corresponde a la primera ola del virus, desde el 16 de febrero hasta el 30 de abril, que destaca por la imposición de medidas restrictivas a la población como el confinamiento. Lo sigue el subperiodo de desescalada, que comienza el 1 de mayo y finaliza el 30 de septiembre, en el que paulatinamente se van retirando algunas de las medidas que limitaban la circulación de las personas, entre otras; y el último subperiodo corresponde a la segunda ola del virus, que comprende desde el 1 de octubre hasta finales de 2020.

La muestra del estudio se compone de un total de 18.425.772 operaciones de inversores minoristas que operan con acciones del Ibex 35. Aproximadamente el 34,5 % de estas se realizó en 2019, mientras que casi el 66 % se llevó a cabo en 2020, coincidiendo así con el estallido de la crisis del COVID-19 (véase cuadro 1).

En relación con el tipo de operaciones que se ejecutaron en estos periodos, destaca que, partiendo de una proporción de compras y ventas muy similar en el periodo precrisis, en la primera ola del virus las operaciones de compra se dispararon, aunque posteriormente la proporción entre las compras y las ventas fue regresando a

4 Este criterio no es totalmente equivalente al que establece la normativa, que clasifica los clientes de aquellas empresas que prestan servicios de inversión en contrapartes elegibles, profesionales y minoristas (artículo 203 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores [Real Decreto Legislativo 4/2015]).

5 El artículo 26 de la regulación MiFIR (Reglamento (UE) n.º 600/2014) establece que las empresas de servicios de inversión que ejecuten operaciones con instrumentos financieros tienen la obligación de comunicar dichas operaciones (*transaction reporting*).

6 Estos datos han pasado correctamente todos los controles previstos en la normativa aplicable para su incorporación en las bases de datos correspondientes y, además, se han desarrollado una serie de controles de calidad adicionales y predefinidos que permiten automatizar y estandarizar la obtención de un conjunto de datos fiable y coherente sobre el que realizar el estudio.

7 El 93 % del volumen negociado en el mercado continuo corresponde a acciones del Ibex 35.

sus valores iniciales. Probablemente este aumento de las compras estuvo propiciado por las grandes caídas en los precios de las acciones, que dieron lugar a una pérdida del 28,9 % del valor del Ibex 35 en el primer trimestre del año⁸.

Con respecto a las principales variables demográficas⁹, a la vista de los datos del cuadro 1, se constata que existe una mayor presencia de hombres que invierten en acciones cotizadas frente a mujeres, incrementándose esta diferencia en la primera ola del virus (de un 79,3 % a un 84,3 %). La edad de los inversores también aporta información relevante sobre posibles cambios en el comportamiento de los inversores minoristas, destacando el aumento de la negociación por parte de los inversores de menor edad a partir del estallido de la crisis. No obstante, estos aspectos se tratarán con mayor profundidad en la sección relativa a las características de los inversores minoristas en los mercados financieros.

Estadísticas descriptivas de la muestra de datos

CUADRO 1

	Subperiodo 1	Subperiodo 2	Subperiodo 3	Subperiodo 4	Total
	01/01/2019–15/02/2020	16/02/2020–30/04/2020	01/05/2020–30/09/2020	01/10/2020–15/02/2020	
	Precrisis	Primera ola	Desescalada	Segunda ola	
Operaciones					
% de operaciones	39,3	19,0	26,0	15,7	–
% de compras	48,7	64,5	56,5	48,5	53,7
% de ventas	51,3	35,5	43,5	51,5	46,3
Mercados					
% en mercados regulados	96,9	96,8	97,2	95,7	96,8
% en SMN	1,9	2,2	2,0	3,4	2,2
% en IS	1,2	1,0	0,8	1,0	1,0
Género¹					
% de hombres	79,3	84,3	84,2	82,0	82,0
% de mujeres	20,7	15,7	15,8	18,0	18,0
Edad¹					
% de 18-34	5,2	9,5	8,2	7,0	7,1
% de 35-49	27,6	36,8	37,7	35,2	33,3
% de 50-64	35,6	33,0	33,5	34,7	34,4
% de 65-99	31,6	20,7	20,5	23,1	25,2

Fuente: CNMV.

1 Elaboración a partir de los datos de las operaciones individuales realizadas con valores del Ibex 35, excluyendo las de cuentas con titularidad compartida.

3 Operativa de los inversores minoristas durante la crisis del COVID-19

A raíz de la crisis del COVID-19, se produjo un incremento notable de las operaciones bursátiles efectuadas por los inversores minoristas. Esta sección proporciona

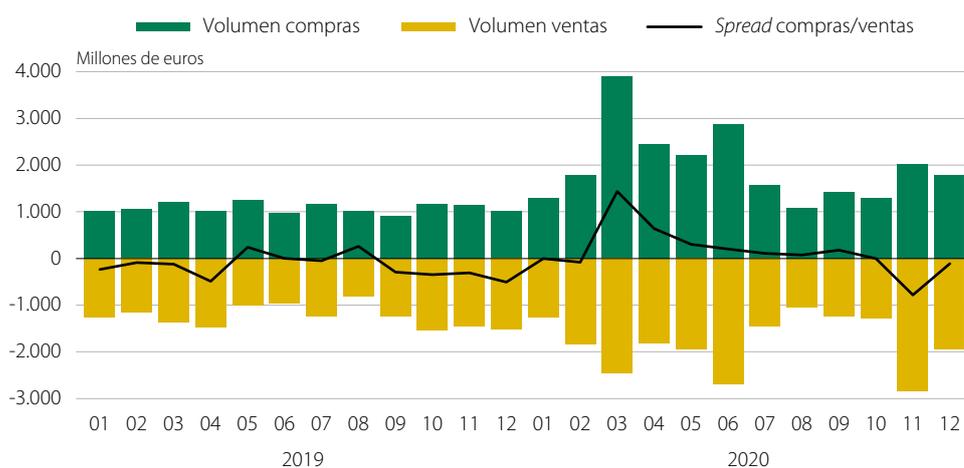
8 El Ibex 35 registró la mayor pérdida diaria de la historia del índice el 12 de marzo de 2020, con un 14,1 %.

9 A este respecto solo se toman en consideración las operaciones individuales, excluyendo las de cuentas con titularidad compartida.

evidencia al respecto a partir del análisis de las operaciones que estos inversores ejecutaron en cuentas individuales sobre acciones del Ibex 35 entre 2019 y 2020^{10, 11}.

El gráfico 1 muestra el volumen mensual de compras y ventas de los inversores minoristas desde enero de 2019 hasta diciembre de 2020. Se puede observar un mayor volumen de compras y ventas durante 2020 y, en particular, destacan los meses de marzo, junio y noviembre. Durante la etapa precrisis, las compras mensuales se situaron en torno a 1.000 millones de euros, y las ventas, que fluctuaron un poco más, nunca superaron los 1.600 millones de euros al mes.

Evolución del volumen de negociación de compras y ventas mensuales GRÁFICO 1



Fuente: *Transaction reporting*. Elaboración propia.

En general, en el periodo precrisis, el volumen de ventas fue mayor que el de compras. Sin embargo, en el mes de marzo de 2020, durante la primera ola, el volumen de compras fue significativamente mayor que el de ventas, una tendencia que también se observó en otros países como Bélgica y Francia. Así, el volumen de compras creció de forma rápida e intensa, situándose cerca de 4.000 millones de euros en el mes, por encima de las ventas, que, aunque también aumentaron, fueron de 2.500 millones. Al mismo tiempo, la cotización del Ibex 35 se había desplomado, registrando la mayor caída diaria de la historia del índice (14,1 %¹²) y cerrando el mes con unas pérdidas del 22,2 % con respecto a febrero y del 28,9 % en el primer trimestre del año (véase gráfico 2).

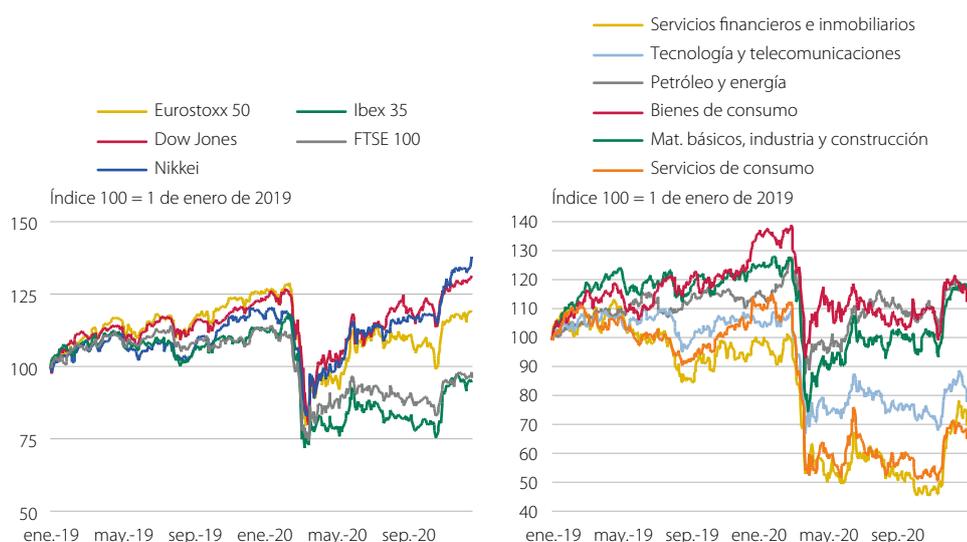
10 Durante estos dos años se incorporaron cuatro empresas al índice: en junio de 2019, MásMóvil en sustitución de Técnicas Reunidas; en junio de 2020, Almirall en el lugar de Mediaset; en septiembre de 2020 se excluye a MásMóvil del índice y entra Pharma Mar, que sustituye a Ence, y, por último, en octubre del mismo año se incluye a Solaria en el selectivo. A partir del análisis de los datos se observa que los inversores minoristas llevaron a cabo operaciones sobre todos los valores que cotizaron en el Ibex 35 durante 2019 y 2020 a excepción de Técnicas Reunidas.

11 En este análisis solo se toman en consideración las operaciones individuales, excluyendo las de cuentas con titularidad compartida.

12 El día 12 de marzo de 2020.

Evolución de la rentabilidad de los índices internacionales y de los sectores del IGBM

GRÁFICO 2



Fuente: Refinitiv Datastream.

Los datos publicados por otras autoridades nacionales como Bélgica y Francia tras la crisis del COVID-19 muestran una evolución del volumen de negociación de compras y ventas muy similar a la experimentada en España. En Francia, el número de operaciones de compras se cuadruplicó en marzo de 2020 respecto a la media de 2019 y su importe se triplicó. Por su parte, en España el número de operaciones de compra efectuadas en marzo de 2020 también se multiplicó por más de cuatro respecto a la media de 2019 (el de ventas lo hizo por más de dos) y el volumen de compras de marzo de 2020 fue tres veces superior a los valores medios de 2019.

Conviene resaltar la tendencia de las compras y ventas en España en los tres subperiodos que se identifican desde el inicio de la crisis y relacionar estos datos con las cifras de la etapa precrisis de 2019.

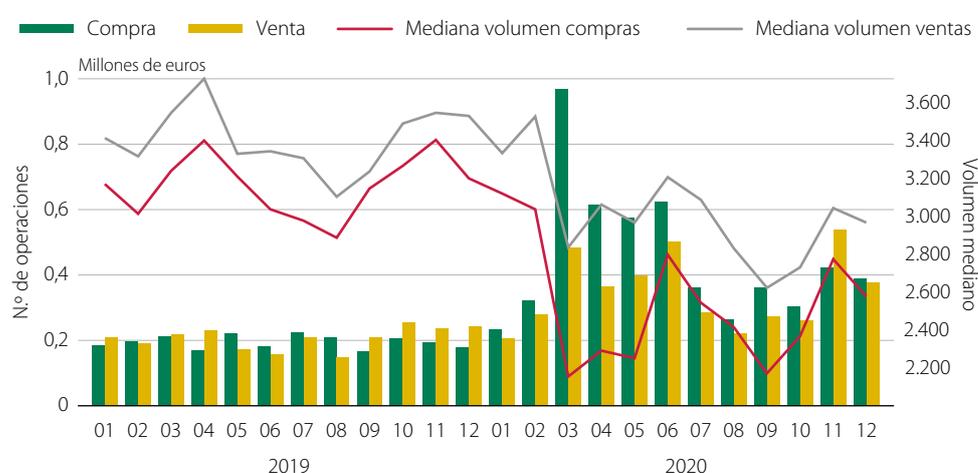
En el primero de estos subperiodos, que coincide con la primera ola (de la semana 8 a la 18 de 2020), destacan los altos volúmenes de compras y ventas respecto al periodo precrisis: de media, un 180 % superiores a las compras medias semanales del periodo precrisis y un 67 % superiores a las ventas. Durante el periodo de desescalada, con la cotización del Ibex 35 al alza, se registró un primer máximo de ventas (1.000 millones de euros en la semana 23 del año, en junio de 2020). Finalmente, en la segunda ola, se vuelve a registrar un nuevo importe máximo de ventas semanal (1.190 millones de euros en la semana 46 del año, la segunda de noviembre). A finales de ese mes, el Ibex 35 alcanzó 8.000 puntos, cotización que no se observaba desde marzo.

Resulta interesante observar el volumen mediano mensual de las operaciones llevadas a cabo por los inversores minoristas en el periodo de análisis (véase gráfico 3). En la etapa precrisis, este importe oscilaba entre 2.900 y 3.400 euros aproximadamente para las operaciones de compra y entre 3.100 y 3.700 euros para las de venta. En los primeros meses de la pandemia se observa un descenso significativo de estos importes: el de las operaciones de compra disminuyó desde 3.110 euros a principios de año hasta 2.170 euros en marzo, y el importe mediano mensual de las ventas lo

hizo desde 3.320 euros en enero de 2020 hasta 2.845 euros en marzo. Por el contrario, en Francia, esta evolución decreciente del valor mediano por operación no se observó. En esta jurisdicción los volúmenes de compra se mantuvieron relativamente estables durante la primera ola del virus y los de ventas registraron un incremento. Anteriormente se comentó el incremento notable de los volúmenes de negociación, mientras que en el mismo momento se producían estos descensos en el valor mediano de las operaciones. Esto se explica por el fuerte aumento producido en el número de operaciones ejecutadas: en marzo de 2019 los inversores minoristas llevaron a cabo 212.306 operaciones de compra y 217.812 operaciones de venta, mientras que en el mismo mes de 2020 las compras fueron más de cuatro veces superiores (969.998 operaciones) y las ventas fueron más del doble (487.400 operaciones).

Número de operaciones mensuales de compra y venta y volumen mediano por operación

GRÁFICO 3

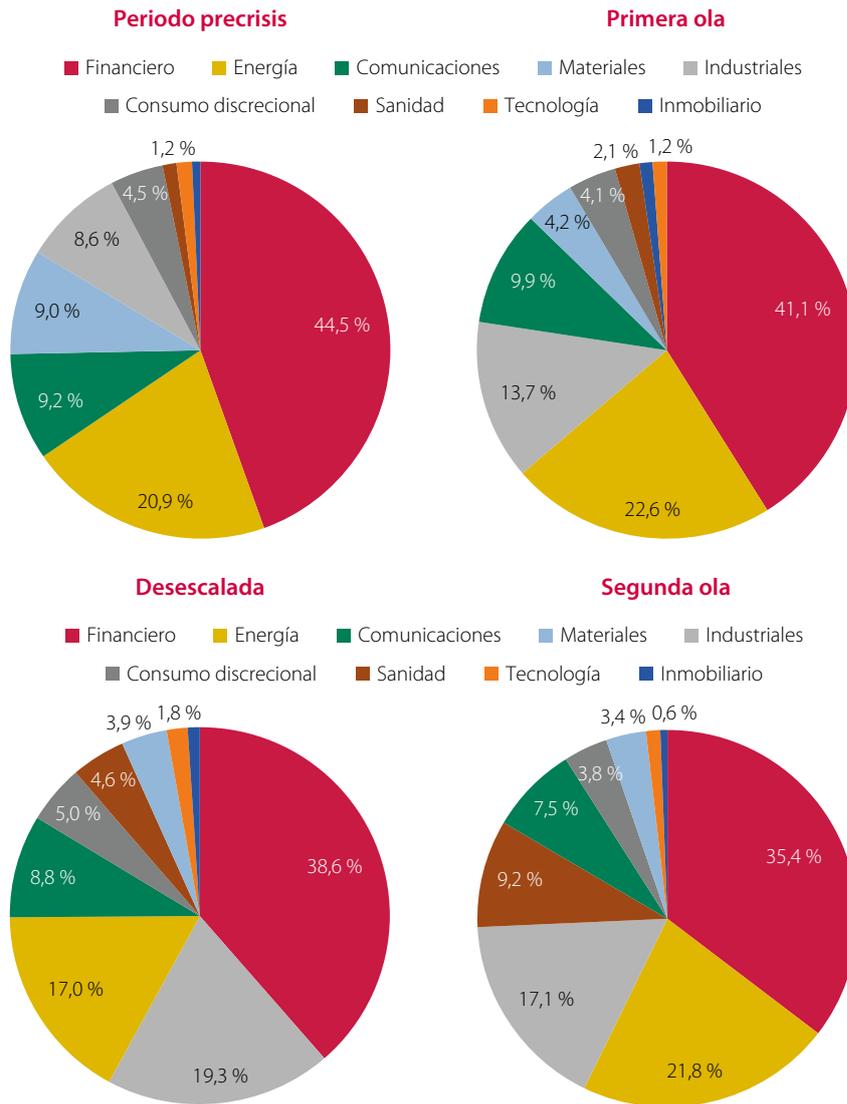


Fuente: *Transaction reporting*. Elaboración propia.

A lo largo del resto de subperiodos de la crisis, ambos volúmenes medianos siguieron una tendencia similar, aunque con distinta intensidad. Aumentaron en el primer mes de desescalada y disminuyeron entre junio y septiembre. En la parte final de año se observaron nuevos incrementos en el volumen mediano por operación (excepto en diciembre), pero no se alcanzaron los niveles anteriores a la crisis.

El análisis sectorial (véase gráfico 4) revela que la mayor parte de la negociación de los inversores minoristas se realizó en valores de entidades financieras, aunque esta proporción fue perdiendo importancia en cada uno de los subperiodos del estudio, al pasar de un 44,5 % del volumen total de la negociación minorista en la etapa precrisis hasta un 35,4 % en la segunda ola. De forma análoga, los inversores minoristas también redujeron la proporción de su negociación con acciones de empresas especializadas en materiales (negociaban un 9 % en la etapa precrisis, un 4,2 % en la primera ola y un 3,4 % en la segunda). En sectores como el energético, mantuvieron la negociación relativamente estable (de media en torno a un 21 % del total) y en otros como el sanitario¹³ o el industrial vieron incrementada su negociación (4,6 % y 8,6 %, respectivamente, en la etapa precrisis y 9,2 % y 17,1 % en la segunda ola).

13 Este aumento también se debe a la inclusión en el índice de la empresa farmacéutica Pharma Mar.



Fuente: *Transaction reporting*. Elaboración propia.

Para complementar el análisis deben observarse los paneles del gráfico 5, en los que se muestra la proporción de la negociación de los inversores minoristas con respecto del total distinguiendo los cuatro subperiodos considerados, los diferentes sectores y las operaciones de compra y venta. Anteriormente se mencionó que la participación del inversor minorista es relativamente reducida y supone en torno al 5,5 % de la operativa total entre 2019 y 2020¹⁴. Sin embargo, se observan algunos patrones interesantes en función del tiempo y del sector, a raíz de la crisis.

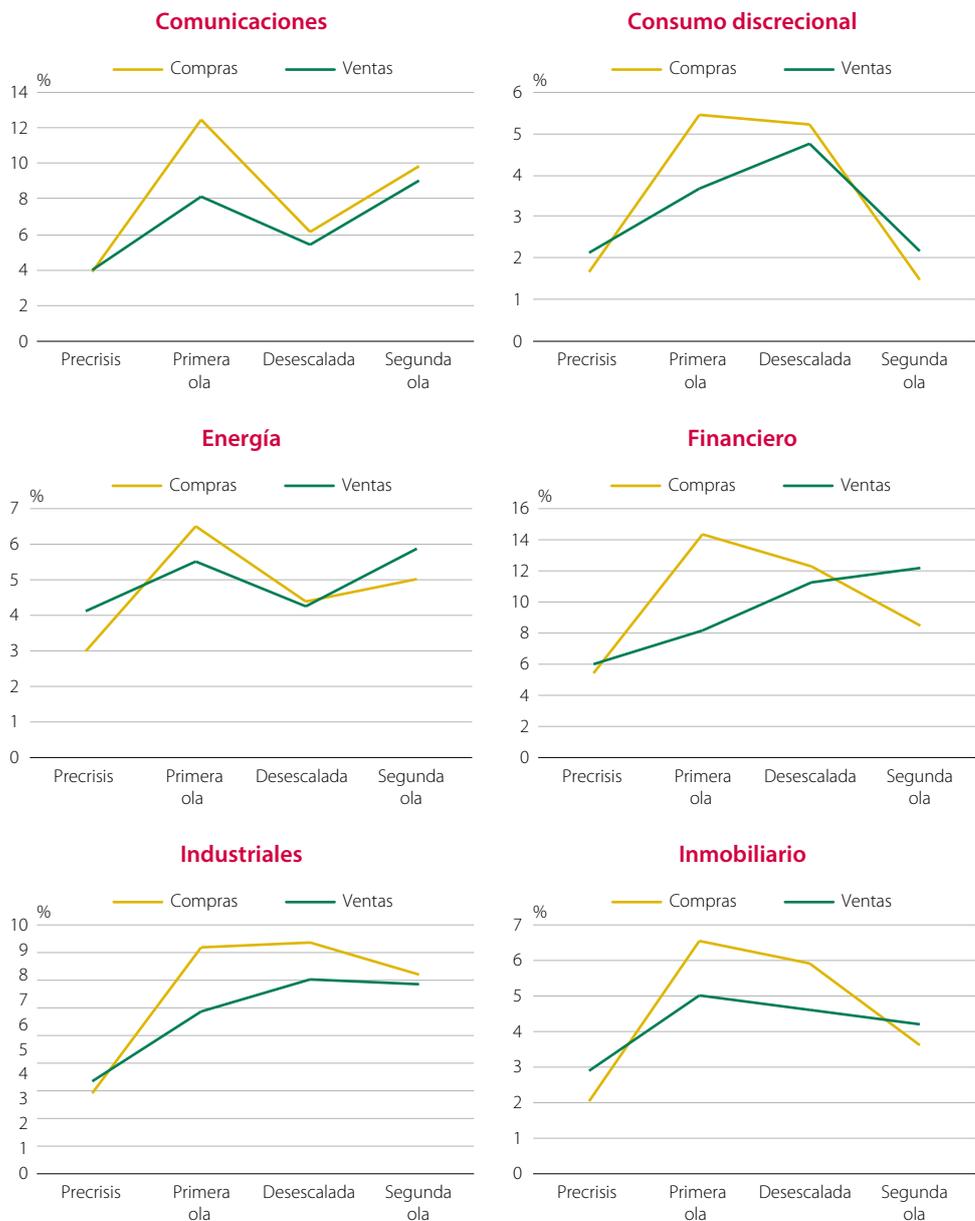
En la primera ola del virus, se registraron incrementos en la presencia de inversores minoristas en la mayoría de sectores debido al notable aumento que tuvo su operativa. Así, en las operaciones de compra la importancia de su negociación se multiplicó por tres o más en algunos sectores como el de las comunicaciones, el consumo o el inmobiliario. Destaca el hecho de que los inversores minoristas reforzaron significativamente

14 Considerando acciones del Ibex 35 negociadas en el mercado regulado.

su presencia en empresas y sectores más volátiles o castigados por la pandemia (por ejemplo, empresas dependientes del turismo¹⁵ o del sector financiero), probablemente con la expectativa de obtener un rendimiento futuro en un contexto de recuperación. Se desprende de estos datos que la propensión del inversor minorista a entrar al mercado en este periodo de incertidumbre fue mayor que la de los inversores institucionales. Tras el aumento registrado en la primera ola, se observó un descenso en la presencia de minoristas en la negociación total durante el resto del año, que, no obstante, siguió siendo superior a la observada antes de la pandemia. En términos agregados, las operaciones de compra de los minoristas aumentaron desde el 4 % del total antes de la crisis hasta el máximo del 9,4 % en la primera ola y finalizaron 2020 en el 6,4 %.

Presencia de los inversores minoristas por sectores respecto del total de la negociación

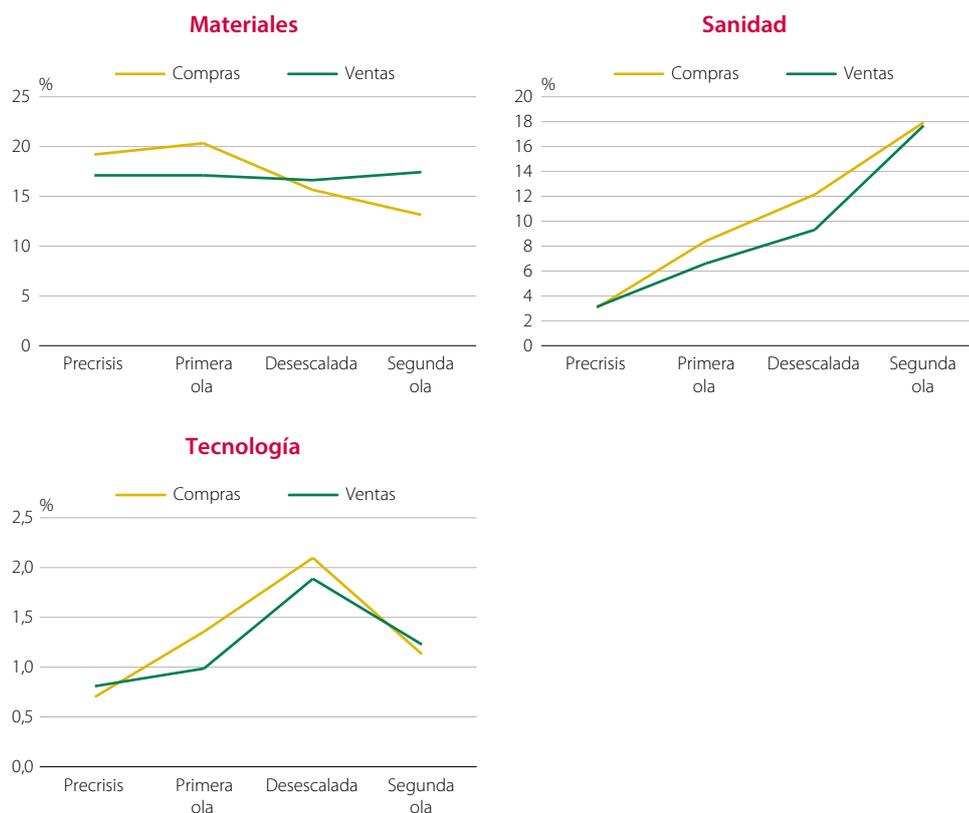
GRÁFICO 5



15 Estas empresas están clasificadas en el sector de consumo discrecional y en el industrial.

Presencia de los inversores minoristas por sectores respecto del total de la negociación (continuación)

GRÁFICO 5



Fuente: *Transaction reporting*. Elaboración propia.

También se observó un aumento en la presencia de minoristas en las operaciones de venta sobre el total de la negociación durante la primera ola, aunque fue comparativamente inferior al anterior. Los sectores con mayores incrementos en la presencia de minoristas en las operaciones de venta fueron el de las comunicaciones y la sanidad. En ambos casos la presencia de inversores minoristas se multiplicó por 2, al pasar del 4,0 % en el sector de las comunicaciones y el 3,1 % en el sanitario en la etapa precrisis al 8,1 % y el 6,6 % en la primera ola, respectivamente. En momentos posteriores no se observa una tendencia homogénea entre sectores, si bien de forma agregada la relevancia de la presencia de minoristas en las operaciones de venta siguió incrementándose, pues pasó del 4,5 % en la fase precrisis al 6,4 % en la primera ola y al 7,6 % a finales de año.

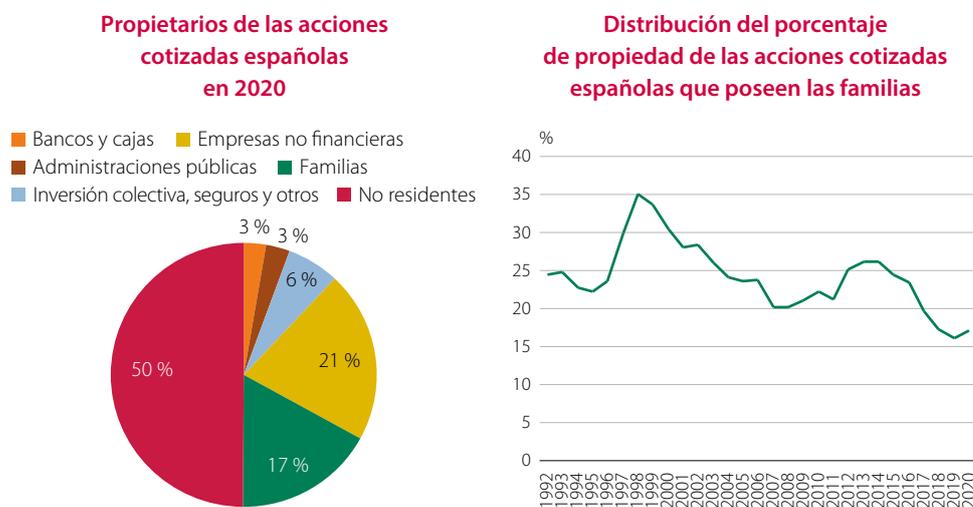
A pesar del aumento de la negociación de los inversores minoristas durante la crisis del COVID-19, su importancia relativa en cuanto a la distribución de la propiedad de las acciones de las empresas cotizadas españolas solo experimentó un leve avance en 2020, manteniéndose en proporciones históricamente reducidas. En su *Informe Anual* sobre la propiedad de las acciones cotizadas¹⁶, BME publicó que la participación de las familias en la propiedad de estas se situó en 2020 en el 17,1 %, 1 punto por encima del dato de 2019. Pese a este leve incremento, que no se producía desde 2014, esta

16 Estos datos no son totalmente comparables con los de este estudio, entre otras razones porque se refieren a todas las acciones cotizadas y no solamente a las del Ibex 35.

proporción está muy alejada de los datos de años previos, casi siempre por encima del 20 % y con máximos cercanos al 35 % (véase panel derecho del gráfico 6).

Propiedad de las acciones cotizadas españolas

GRÁFICO 6



Fuente: BME.

4 Características de los inversores minoristas durante la crisis del COVID-19

En esta sección se presenta una descripción de las principales características de los inversores minoristas, con información relativa a su edad y género, e indicadores de inversión por tramos de edad¹⁷.

El análisis sobre el género de los inversores revela que una proporción mayoritaria del volumen negociado con acciones del Ibex 35 entre 2019 y 2020 fue realizada por hombres (en torno al 80 %), aumentando ligeramente esta proporción en los primeros meses de la crisis. En enero de 2020, la proporción de volumen negociado ejecutado por hombres fue del 79 %. Este porcentaje aumentó en los meses que componen la primera ola y parte de la desescalada (entre marzo y julio) hasta casi el 85 %. En la segunda ola estas proporciones descendieron levemente hasta el 82 %, datos más parecidos a los de la etapa precrisis.

Con respecto a la edad media de los inversores para cada género, han de destacarse dos aspectos fundamentales: en primer lugar, la edad media de las mujeres que negocian con acciones del Ibex 35 es mayor que la de los hombres (en torno a tres años a lo largo de todo el periodo). Y, en segundo lugar, la edad media de ambos géneros disminuye significativamente durante la primera ola, hasta alcanzar valores mínimos en abril.

17 En este análisis solo se toman en consideración las operaciones individuales, excluyendo las de cuentas con titularidad compartida.

En concreto, en la etapa precrisis la edad media de las mujeres fluctuó entre 58 y 60 años, mientras que en abril, durante la primera ola, disminuyó hasta 53 años. Durante la desescalada se observaron ligeros aumentos, hasta alcanzar 57 años de media en julio y 56 años hasta finales de 2020. Por su parte, la edad promedio de los hombres en la etapa precrisis era de 56 años. En la primera ola, se observó un mínimo en la edad media de los hombres (en torno a 50 años) y un aumento posterior, hasta 53 años, a final de año. Por tanto, se identifica una evolución similar en la edad media de ambos sexos con un descenso aproximado de tres años durante la primera ola y una recuperación posterior, aunque siempre situándose a final de 2020 en edades inferiores a las de la etapa prepandemia.

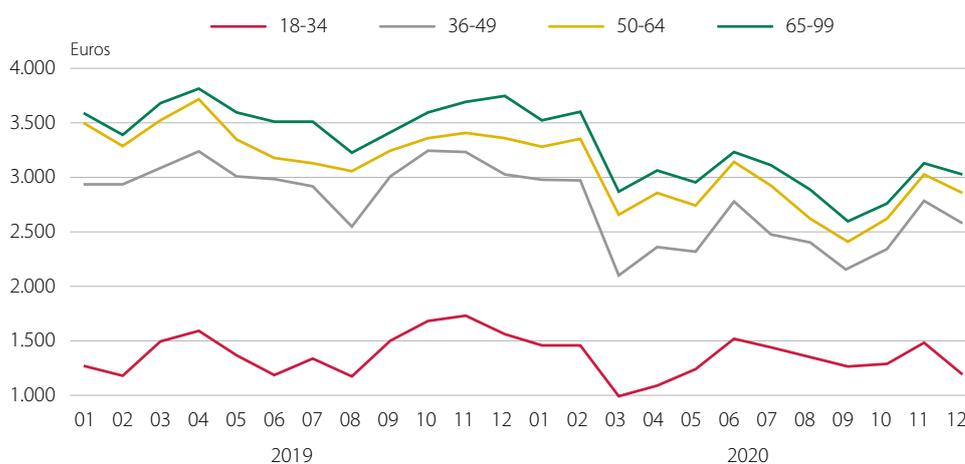
Es interesante observar a continuación la distribución del volumen de negociación de compras y ventas en función de la edad de los inversores minoristas. En 2019 el rango de edad que registraba un mayor volumen de compras era el de 50 a 64 años, seguido de los mayores de 65 años, aquellos de 36 a 49 años y, por último, los más jóvenes, de 18 a 34 años. En 2020, el orden según el volumen de inversión de los grupos de edad fue diferente: aunque los primeros (de 50 a 64 años) y los últimos (los más jóvenes) mantuvieron la misma posición, se observó un cambio en los grupos intermedios, pues aquellos comprendidos entre 36 y 49 años compraron un mayor volumen de acciones que los de 65 a 99 años.

Los inversores más jóvenes fueron los que realizaron un menor volumen de compras. Sin embargo fueron los que más incrementaron sus compras, pues en 2020 las multiplicaron por 3 con respecto a 2019, mientras que el resto de grupo de inversores lo hicieron en menor medida (por ejemplo, los de entre 36 y 49 años, un 132 % más con respecto a 2019). Al igual que en España, en Bélgica los inversores más jóvenes también invirtieron más con respecto al resto de grupos de edad, aunque los que tenían una actividad inversora más activa continuaron siendo los mismos. En cuanto al volumen de ventas, se observa una tendencia muy parecida, aunque con incrementos más suaves en todos los grupos de edad. De nuevo, el grupo que registra los incrementos más significativos en el volumen de ventas fue el de menor edad, un 128 % más en 2020 con respecto a 2019.

El análisis de los volúmenes de negociación por operación (en mediana) revela los siguientes patrones. Como se observa en el gráfico 7, los mayores volúmenes se producen entre los inversores de más edad. En términos generales, este resultado podría atribuirse al hecho de que los colectivos de mayor edad suelen tener un nivel de renta y patrimonio superior, así como más experiencia para tomar decisiones de inversión.

Volumen mediano de las operaciones de los inversores minoristas por grupos de edad

GRÁFICO 7



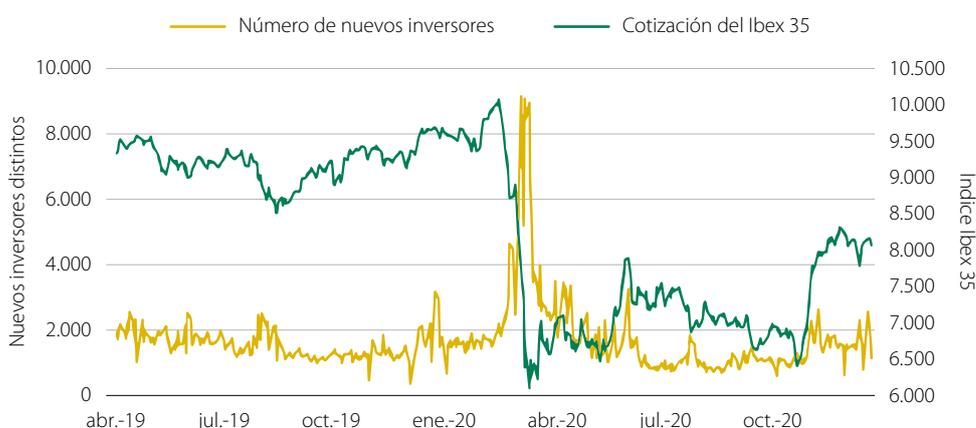
Fuente: Transaction reporting. Elaboración propia.

Por último, debe destacarse la entrada masiva de nuevos inversores a raíz de la pandemia. A este respecto, se considerará que una operación es realizada por un *nuevo inversor* si es la primera que el individuo lleva a cabo en el periodo 2019-2020. A partir de esa primera operación, ese inversor específico será calificado como *antiguo inversor*.

En la etapa precrisis el número de nuevos inversores diarios se situaba de media en 1.630 individuos y, como puede observarse en el gráfico 8, a finales de febrero de 2020, en la primera ola del virus, se registraron fuertes incrementos en el número de nuevos inversores diarios, que coinciden en el tiempo con el inicio del descenso de las cotizaciones bursátiles. De hecho, en los días de mayores caídas diarias del Ibex 35 se produjeron los mayores incrementos en el número de nuevos inversores, con cifras cercanas a 9.000 individuos al día.

Número de nuevos inversores con relación al Ibex 35

GRÁFICO 8



Fuente: Transaction reporting. Elaboración propia.

Las características demográficas de los nuevos inversores también presentan ligeras variaciones respecto a las observadas en la muestra completa. Específicamente, su

edad media es inferior a la del conjunto de inversores minoristas en los momentos iniciales de la crisis, si bien la edad media de las mujeres sigue siendo superior a la de los hombres (5 años en promedio). Sigue predominando la proporción de hombres que invierten en acciones del Ibex 35 (un 67 % en promedio en 2020), aunque es menor que la de la muestra total de inversores.

5 Conclusiones

Este trabajo expone la evolución de la operativa de los inversores minoristas en los mercados de renta variable durante 2019 y 2020, con el fin de identificar las características y diferencias originadas a raíz de la crisis del COVID-19.

En un contexto de incertidumbre global, caracterizado por fuertes caídas en las cotizaciones y elevadas volatilidades, los volúmenes de negociación bursátil de las personas físicas en España aumentaron significativamente, al igual que ocurrió en otros países como Francia y Bélgica. En particular, durante la primera ola del virus, en marzo de 2020, coincidiendo con las mayores caídas de la historia del Ibex 35 (22,2 % con respecto a febrero), se produjo el volumen máximo de compras de estos inversores (hasta casi 4.000 millones de euros en el mes, 4 veces más que la media mensual en 2019). En cambio, el volumen máximo de ventas tuvo lugar en noviembre (2.825 millones de euros en el mes, frente al máximo mensual alcanzado en 2019 de 1.600 millones), coincidiendo con el mayor repunte mensual del Ibex 35 de 2020 (25,2 %). También se observó una disminución en el valor mediano de las operaciones, lo cual indica que el incremento del importe de la negociación fue fruto de un notable aumento del número de operaciones.

Este estudio también ha revelado ciertas características demográficas de interés de los inversores minoristas: en torno al 80 % del volumen negociado con acciones del Ibex 35 fue llevado a cabo por hombres, una proporción que aumentó ligeramente en los primeros meses de la crisis. En cuanto a la edad media de los inversores, destaca el hecho de que la de los hombres es menor que la de las mujeres (alrededor de 3 años a lo largo del periodo) y que para ambos grupos disminuyó significativamente entre febrero y abril de 2020. Además, se observó una entrada masiva de nuevos inversores minoristas en los primeros momentos de la crisis, sobre todo los días en los que el Ibex 35 registró sus caídas más intensas. Las características demográficas de estos nuevos inversores varían ligeramente respecto a las del conjunto de inversores: son más jóvenes y mayoritariamente hombres, pero no con tanta diferencia respecto a la muestra total.

Los intensos incrementos iniciales en los volúmenes de negociación y en el número de operaciones pueden explicarse por distintas razones. En primer lugar, las grandes caídas de las cotizaciones observadas en marzo pudieron propiciar una actitud masivamente compradora por parte de los inversores, que tenían una expectativa de rendimiento en un plazo de tiempo determinado. Además, el periodo de confinamiento aumentó tanto el tiempo para operar en bolsa de una manera relativamente informada como los recursos para invertir de los que disponían, al menos, una parte de los inversores minoristas. El aumento de los recursos se produjo por el ahorro registrado ante la imposibilidad de realizar gastos en actividades que se encontraban restringidas.

Otro aspecto fundamental fue el uso de las nuevas tecnologías aplicadas a las finanzas, que evita la necesidad de acudir físicamente a ningún proveedor de servicios financieros para negociar en bolsa.

De esta forma, se observaron variaciones relevantes en la presencia de inversores minoristas sobre el total de la negociación, que aumentó tanto en las operaciones de compra como en las de venta con respecto a los datos anteriores a la crisis. Esta presencia, que era del 4 % en las operaciones de compra y del 4,5 % en las de venta en el subperiodo precrisis, aumentó hasta el 9,4 % y el 6,4 % durante la primera ola y fue del 6,4 % y del 7,6 %, respectivamente, en la segunda ola. Sin embargo, los datos de propiedad de las acciones por tipo de inversor de 2020 no revelan cambios significativos en los porcentajes atribuidos a las familias, que se sitúan en el 17,1 % (1 punto más que en 2019 pero lejos del promedio del 23 % entre 2010 y 2018).

Este trabajo permite concluir que los inversores minoristas incrementaron significativamente su negociación en los mercados de renta variable en los momentos de mayores turbulencias de la crisis del COVID-19 y que posteriormente se produjo una normalización parcial de esta tendencia hacia los valores observados antes de la crisis. Determinar si esta normalización se va a completar o si, por el contrario, la participación de los minoristas seguirá siendo más alta con carácter estructural requiere disponer de un periodo temporal más amplio. Por ello, resulta especialmente útil la publicación simultánea en la página web de la CNMV —junto con este estudio— de un *dashboard*, o cuadro de mandos, con los principales resultados de este trabajo, que se actualizarán periódicamente.

Además de la limitación temporal de este trabajo, existen otras relacionadas con el tipo de activo objeto de estudio. Este trabajo se ciñe al análisis de la negociación de los inversores minoristas en acciones cotizadas españolas y no considera otros activos como las acciones extranjeras, los fondos de inversión, la deuda o, incluso, los criptoactivos, que quedan fuera de su ámbito de estudio. La inclusión de estos activos, que no es posible en algunos casos por falta de información, permitiría tener una visión más completa del comportamiento inversor de los minoristas en los mercados financieros durante la crisis del COVID-19.

Referencias

FSMA (2020). *The purchase and sale of BEL20 shares by individual investors during the coronavirus crisis*.

AMF, Markets Directorate (2020). *Retail investor behaviour during the COVID-19 crisis*.

BME, Research & Analysis (2021). *Informe Anual sobre la propiedad de las acciones cotizadas*.

Banco de España. Cuentas financieras de la economía española.

Banco Central Europeo. Statistical Data Warehouse. Cuentas financieras de la zona euro.

La evolución de la actividad de titulización desde la crisis financiera

Jesús González Redondo (*)

(*) Jesús González Redondo pertenece al Departamento de Estudios y Estadísticas de la CNMV.

Índice

1	Introducción a la actividad de titulización	79
2	La crisis financiera y las titulizaciones	80
3	La literatura académica sobre los problemas de las titulizaciones	84
4	Los problemas de las titulizaciones y las soluciones adoptadas por los reguladores	85
5	La titulización en España tras la crisis financiera	91
5.1	Actividad emisora	96
5.2	Calidad de los activos titulizados	99
5.3	Evolución de los saldos vivos de los fondos de titulización y su actividad en los mercados secundarios	105
5.4	La actividad de los fondos de titulización STS en España	109
6	Conclusiones	110
	Referencias bibliográficas	111

1 Introducción a la actividad de titulización

La crisis financiera de 2007 puso de manifiesto las importantes deficiencias, excesos y errores cometidos en el ámbito de la titulización financiera en la esfera internacional, que obligaron tanto a los organismos supervisores como a los reguladores y al propio sector financiero a desarrollar un conjunto de iniciativas y reformas sobre esta. Las más importantes estuvieron dirigidas a corregir la asimetría de la información sobre las propias titulizaciones entre emisores e inversores y a la introducción de mayor transparencia acerca de los activos que formaban parte de ellas. El resultado fue el establecimiento de un marco legal más estricto para el desarrollo de esta actividad, en el que tanto los participantes en los mercados como los organismos reguladores incidieron en la necesidad de recuperar las titulizaciones como un mecanismo de financiación y transmisión del riesgo. Las reformas parecen haber tenido un impacto significativo en los diferentes aspectos de esta y en su evolución en el mercado en los últimos años.

Aunque tradicionalmente se ha considerado, tanto por parte de la industria como de los propios reguladores, que la actividad de titulización es beneficiosa por su capacidad de actuar como mecanismo de expansión de la actividad crediticia y, por lo tanto, de la actividad económica, así como por ser una importante herramienta para distribuir el riesgo entre un número amplio de agentes, la aparición de la crisis financiera global puso de manifiesto las debilidades de este instrumento y las malas prácticas con relación a su uso por parte de un conjunto amplio de agentes.

En España se observaron diferencias importantes respecto a otras jurisdicciones internacionales en el origen de los problemas de la titulización y la disminución de su base inversora, pues estos no pueden atribuirse tanto a su comportamiento o estructura, como fue el caso en el ámbito internacional, sino que estuvieron asociados a las dudas de los mercados sobre la solvencia del sistema financiero español y sobre la evolución de los precios de los activos inmobiliarios. Los emisores españoles de titulizaciones sí estuvieron vinculados a sus propias emisiones, pues mantuvieron, en su práctica totalidad, todos los tramos de las titulizaciones en sus balances, circunstancia que no sucedió en EE. UU. y en otros mercados europeos.

En los años posteriores a la crisis financiera global, tanto los reguladores como la propia industria llevaron adelante un conjunto de reformas y modificaciones al objeto de evitar de nuevo los problemas y los excesos con las titulizaciones observados durante dicha crisis, así como para recuperar la confianza de los inversores en estos productos y eliminar el estigma sobre ellos. Una década después, se puede afirmar que las titulizaciones han sido objeto de cambios regulatorios importantes, pero su actividad en los mercados dista mucho de la que alcanzó en la década pasada antes de estallar la crisis, persistiendo entre algunos agentes dudas sobre las prácticas en torno a estas. De hecho, en la mayoría de los países europeos —entre los que se

encuentra España—, su actividad emisora ha estado y sigue en la actualidad en gran medida condicionada por su uso como colateral en las operaciones de financiación con el Banco Central Europeo (BCE). La política monetaria acomodaticia del BCE de la última década, caracterizada por las abundantes inyecciones de liquidez a los bancos y al mercado, ha hecho, en cierta medida, menos visibles los efectos de las reticencias¹ que aún existen en los mercados sobre esta actividad y que se manifiestan en la desaparición de una parte notable de su base de inversores.

Este trabajo ofrece en sus secciones 2, 3 y 4 un resumen de lo acontecido en el mercado de las titulizaciones durante la crisis financiera global, de los resultados de la literatura académica más relevantes en torno a los problemas de las titulizaciones y de los principales cambios normativos adoptados con el fin de corregir las vulnerabilidades identificadas. Estas secciones evalúan las titulizaciones y sus vulnerabilidades desde un punto de vista internacional, puesto que, como se ha comentado previamente, el análisis para el caso español presenta algunas particularidades propias que se abordan en la sección 5, dedicada exclusivamente al análisis de estos productos en España. Finalmente, se incluyen unas conclusiones y se recogen unas perspectivas de la evolución del mercado para los próximos años.

2 La crisis financiera y las titulizaciones

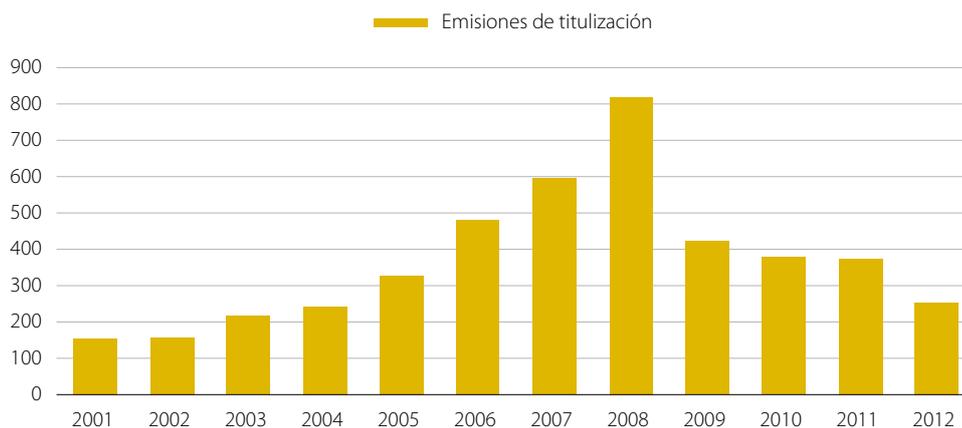
El mercado de las titulizaciones, que había experimentado un crecimiento extraordinario en Europa y en España a lo largo de toda la década anterior², sufrió, a partir de 2007 y a raíz de la crisis financiera global, un importante impacto negativo que se manifestó en una reducción significativa de los importes emitidos, al desaparecer del mercado la mayor parte de sus inversores. El mercado, que había ido creciendo a un ritmo destacado al amparo de la expansión del mercado inmobiliario³ y del mercado de crédito (véase gráfico 3)—gracias a que las entidades financieras habían encontrado en las titulizaciones una fuente eficiente de financiación—, sufrió un brusco *shock* en el verano de 2007, cuando varias entidades financieras internacionales anunciaron pérdidas en sus vehículos de inversión y la imposibilidad de valorar sus inversiones debido a la dificultad para obtener un valor de mercado de los activos en los que habían invertido relacionados con colaterales en hipotecas *subprime*⁴. A partir de ese momento los inversores se retiraron del mercado de titulizaciones, con la excepción

-
- 1 Un número importante de inversores mantienen dudas sobre este activo por la escasez de transparencia sobre la calidad de la información y de los activos que componen las titulizaciones, la complejidad de las estructuras y de la información facilitada, la posición asimétrica que adoptan respecto al emisor y la calidad de las calificaciones crediticias.
 - 2 El mercado de las titulizaciones de activos había crecido de manera importante en EE. UU. desde la década de los 80, pero no es hasta finales de los años 90 cuando se extiende con fuerza en Europa.
 - 3 Las estadísticas del Banco de Pagos Internacionales (BIS) señalan una expansión significativa de los precios de los activos inmobiliarios en todas las economías avanzadas en la primera mitad de los años 2000, incluyendo la Unión Europea y España.
 - 4 El banco alemán IKB Deutsche Industriebank tuvo que ser rescatado por 3.500 millones de euros debido a los problemas de sus vehículos de inversión con hipotecas *subprime*, mientras que el banco de inversión holandés NIBC Holdings sufrió importantes pérdidas. Asimismo Bnp Paribas, Axa y Union Investments tuvieron problemas con algunos de sus fondos ante la caída de valor de los activos titulizados en sus carteras y la dificultad para obtener precios de mercado para ellos.

del año 2008 (cuando fueron masivamente utilizadas por las entidades financieras para conseguir liquidez ante los bancos centrales), y comenzó su declive en el mercado, del que una década después —a pesar de los intentos de los reguladores por revitalizar este instrumento como mecanismo de financiación de la economía— no se han recuperado (véanse gráficos 1 y 2). En el caso español, cuyo detalle se aborda en la sección 5, el declive del mercado de las titulaciones no estuvo tan relacionado con los problemas identificados en el ámbito internacional, más propios del diseño de los productos y de su transparencia, sino con la desconfianza de los agentes en la propia solvencia del sistema bancario en aquellos años.

Volúmenes de emisiones de titulización en Europa (2001-2012)

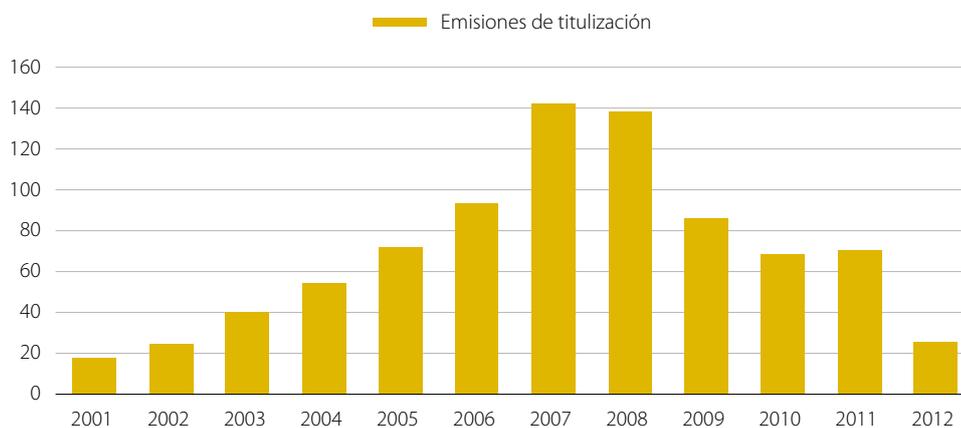
GRÁFICO 1



Fuente: AFME. Datos anuales en miles de millones de euros.

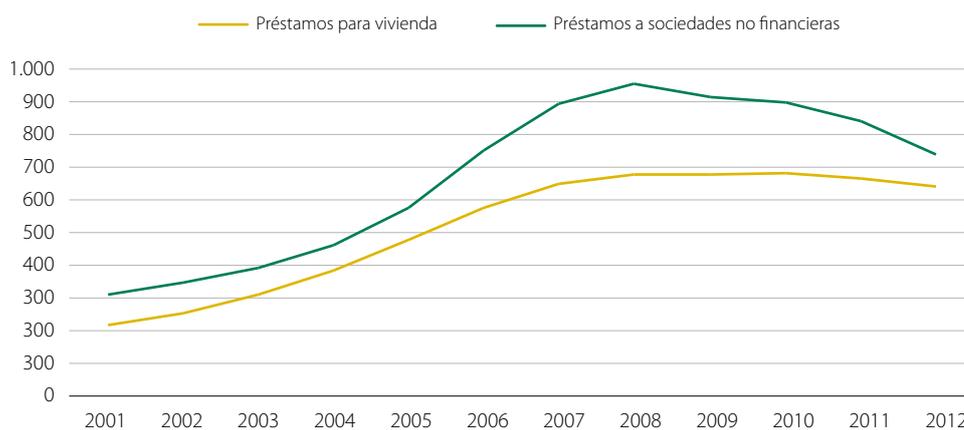
Volúmenes de emisiones de titulización en España¹ (2001-2012)

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV. Datos anuales en miles de millones de euros.

¹ Emisiones registradas en la CNMV. Incluye las emisiones de pagarés de titulización.



Fuente: Banco de España. Datos anuales en miles de millones de euros.

Como recogen los gráficos 1 y 2, durante los años 2008 y 2009 las emisiones continuaron alcanzando valores muy elevados tanto en España como en Europa, que superaron incluso los de los ejercicios anteriores, porque los bancos y otras entidades de crédito —los principales emisores de este tipo de instrumento— continuaron emitiéndolas para utilizarlas como colateral en sus operaciones de financiación con los bancos centrales o en el marco de los programas de inyección de liquidez establecidos por diferentes Gobiernos europeos⁵.

En este contexto, las turbulencias en los mercados financieros se recrudecieron en septiembre de 2008 tras la quiebra de Lehman Brothers⁶, lo que provocó fuertes tensiones en los mercados monetarios, amenazando con un estrangulamiento de la liquidez —especialmente en los plazos más largos— para las entidades financieras de la zona euro. En este escenario, los principales bancos centrales y el propio BCE adoptaron una serie de medidas destinadas a facilitar el acceso a la financiación de las entidades de crédito, que a partir de octubre de 2008 incluyeron subastas a tipos fijos y plazos más largos⁷. Entre los activos admitidos como colateral de garantía se encontraban las titulizaciones, que fueron emitidas en grandes volúmenes por las entidades financieras europeas en 2008 y 2009, con el único objeto de cumplir las condiciones establecidas por el BCE para ser consideradas activos de garantía⁸ y, así,

5 Entre ellos, programas de compras de activos financieros, programas de inyección de liquidez (como las realizadas en España por el Fondo de Adquisición de Activos Financieros) e, incluso, compras de activos deteriorados.

6 Lehman Brothers se declaró oficialmente en bancarrota el lunes 15 de septiembre de 2008 tras 158 años de actividad por los problemas con sus operaciones con las titulizaciones de hipotecas *subprime*.

7 Además de las iniciativas de la Unión Europea para apoyar a los sistemas bancario y financiero, el BCE modificó el 8 de octubre de 2008 el procedimiento de subasta de las operaciones principales de financiación semanales introduciendo subastas a tipo fijo y con adjudicación plena. Asimismo, el 15 de octubre esta decisión se extendió a las operaciones de financiación a plazos más largos contra una lista de activos admitidos como garantía, que también se amplió incluyendo titulizaciones (véase la nota de prensa del BCE del 15 de octubre de 2008).

8 Entre ellas, ser valores libremente transmisibles; estar admitidos a negociación en un mercado regulado o en uno de los mercados no regulados reconocidos por el BCE; haber sido emitidos, depositados o registrados en uno de los países miembros del Espacio Económico Europeo; contar con la máxima calificación en el momento de la emisión, y haber mantenido al menos la calificación de A a lo largo

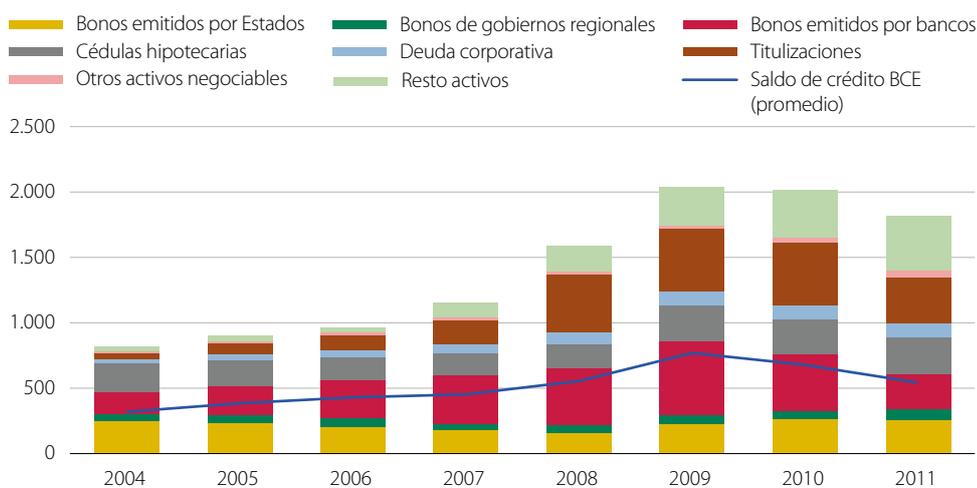
obtener financiación ante la imposibilidad de colocarlas en el mercado entre los inversores. La mayoría del importe de las emisiones y de sus tramos fue retenido en el balance de los originadores.

El importe nominal de los valores de titulización depositados por las entidades de crédito como activos elegibles de garantía ascendía en 2007 a poco más de 700.000 millones de euros (el 7,6 % de los activos considerados como elegibles), para luego ascender a 1,1 y 1,3 billones de euros en 2008 y 2009, respectivamente (9,6 % y 10 % de los activos elegibles). Sin embargo, su peso en términos de uso como colateral de garantía era notablemente superior, como recoge el gráfico 4, al aumentar desde un 11 % en 2006 a un 16 % y un 28 % en 2007 y 2008, respectivamente, a pesar de que las titulizaciones estaban sometidas a mayores *haircuts*⁹ en su valoración que otros activos admitidos también como garantía.

Con posterioridad, a pesar de cierta ampliación del mercado en algunos de sus segmentos en Europa¹⁰ (por ejemplo, las titulizaciones de crédito para la adquisición de automóviles), el uso predominante durante la última década ha sido como medio para obtener financiación del BCE, situándose en un rango que ha oscilado entre el 14 % y el 23 % de los activos totales de garantía, por lo que gran parte de la actividad de originación ha estado destinada específicamente a esta finalidad.

Evolución del uso de colaterales para obtener financiación del BCE

GRÁFICO 4



Fuente: Banco Central Europeo. Datos anuales en miles de millones de euros.

1 Saldo de crédito del BCE en promedio anual de datos trimestrales.

de su vida. Asimismo, los valores emitidos a partir de titulizaciones sintéticas o por retitulizaciones no son admitidos.

9 Porcentaje de descuento que se resta del valor de mercado de un activo cuando está siendo utilizado como colateral. El tamaño del descuento refleja el riesgo asociado al activo.

10 La recuperación del mercado de titulizaciones ha sido más intensa en EE. UU., donde casi el 80 % de las titulizaciones se beneficia de las garantías otorgadas por agencias públicas como Fannie Mae y Freddy Mac.

3 La literatura académica sobre los problemas de las titulizaciones

La literatura académica sobre la titulización en el ámbito internacional, que inicialmente se orientó a analizar las causas de su rápido crecimiento en apenas unos pocos años¹¹ y las ventajas que implicaba para el crecimiento económico y la expansión de los mercados financieros, se reorientó tras el estallido de la crisis financiera a explicar las debilidades de esta actividad y cómo pudo contribuir a agravar la propia crisis.

La investigación académica se ha enfocado en analizar el impacto de la calidad de los activos subyacentes en las estructuras de titulización, la asimetría informativa entre los emisores de titulizaciones y los inversores, y el papel desempeñado por las agencias de *rating* en el desarrollo de este mercado.

En este sentido, los resultados obtenidos por la literatura académica no son homogéneos. Cuando se analiza el impacto de la calidad de los activos, algunos autores como Krainer y Laderman (2009), Hull (2009), y Kara, Marques-Ibañez y Ogena (2010) señalan que la titulización podría haber reducido los incentivos de los originadores para realizar análisis pormenorizados del riesgo de sus carteras de préstamos al poderse transferir a un tercero, pero otros como Bubb y Kaufman (2009) señalan que las entidades financieras siguieron el proceso de análisis habitual, aunque pudieron relajar los parámetros de calidad crediticia exigidos. Por otro lado, cuando se estudia la asimetría informativa entre los emisores de titulizaciones y los inversores, el debate que se plantea es si los originadores y los emisores de titulizaciones colocaron en el mercado las emisiones con los peores colaterales y retuvieron en sus balances aquellas emisiones o activos de mejor calidad, puesto que disponían de mayor información sobre la calidad de estos por su papel de originadores. Algunos autores como Elul (2009) han apuntado esta posibilidad al señalar el peor comportamiento de los préstamos titulizados frente a los retenidos en balance por las entidades originadoras¹², pero otros consideran que esta circunstancia no tuvo lugar debido al riesgo reputacional que podría haber supuesto para las entidades que hubiesen optado por seguir esta práctica.

En el caso del papel desempeñado por las agencias de *rating*, que en ocasiones participaban previamente en el proceso de estructuración de las emisiones, los estudios identifican, en general, un error de excesiva confianza en los modelos estadísticos de valoración de riesgo utilizados, que presentaron deficiencias al infravalorar los posibles escenarios adversos. Además, la mencionada participación en los procesos de estructuración y posterior calificación crediticia indica la posibilidad de un conflicto

11 Los análisis realizados muestran como principal incentivo para los originadores la obtención de fondos y liquidez. Los trabajos de Greembaum y Thakor (1987) y los de Pavel y Phillis (1987) recogen la idea de la titulización como herramienta para obtener liquidez y reducir el riesgo de crédito y de las carteras. Otros autores señalaban incluso que la titulización aportaba ganancias adicionales de rentabilidad a las entidades que desarrollaban esta actividad.

12 En el caso del mercado español, los análisis realizados por diversos autores como Carbó-Valverde *et al.* (2011) apuntan a que la existencia de mecanismos de titulización y, por tanto, de transmisión del riesgo podría haber ayudado a reducir las condiciones y limitaciones en el acceso al crédito de determinados grupos de población respecto a periodos anteriores, puesto que esos préstamos presentaron tasas más elevadas de impago cuando la situación económica se deterioró por la crisis económica.

de intereses que, si bien se aborda de forma sistemática en las empresas de calificación con la estricta aplicación de las llamadas *murallas chinas*, no deja de ser un elemento que introduce dudas acerca de la validez de las calificaciones.

La literatura apunta también a que las dificultades de los inversores para acceder a la información sobre la calidad de los activos que respaldan las titulaciones otorgaba un papel clave a las agencias de *rating*, pero estas, a su vez, eran retribuidas por el mismo (el emisor) que había asignado estos valores como colateral de la titulización. Las agencias de calificación negaron que relajasen los requisitos exigidos para otorgar sus calificaciones alegando el riesgo reputacional en que hubieran incurrido de hacerlo, pero los principales resultados obtenidos por la literatura académica parecen indicar lo contrario. El trabajo de Ashcraft, Goldsmith-Pinkham y Vickery (2010) muestra un deterioro progresivo de los estándares de análisis de los *ratings* que coincide con el mayor crecimiento de las titulaciones, aunque señala que los tramos con peor calificación fueron los que presentaron un mayor deterioro proporcional. Por su parte, otros autores como Mathis, McAndrews y Rochet (2009), y Bar-Isaac y Shapiro (2010) concluyeron que las agencias tendían a relajar sus criterios e incrementar las calificaciones si eran muy dependientes de estos ingresos, aunque ello supusiese poner en riesgo parte de su reputación, que volverían a reconstruir aplicando procedimientos más rigurosos en periodos de crisis.

4 Los problemas de las titulaciones y las soluciones adoptadas por los reguladores

Como ya se ha señalado, los principales problemas que afectaban a las titulaciones en la esfera internacional se derivaban de la calidad de los activos subyacentes que componían las distintas estructuras de titulización, la asimetría informativa entre los emisores y los inversores debida a la escasez de transparencia en la información, y del papel desempeñado por las agencias de *rating*.

Todos estos aspectos han sido objeto de amplio debate entre los organismos reguladores, los inversores y la propia industria, lo que ha llevado a la creación de un conjunto de desarrollos normativos en Europa cuya prioridad ha sido la corrección de las vulnerabilidades y los excesos puestos de manifiesto en el pasado.

Los principales problemas se pueden concretar en los siguientes aspectos:

- i) **Conflictos de intereses entre emisores (originadores) e inversores:** La práctica de originar para distribuir fue utilizada por algunas entidades, en un contexto de fuerte crecimiento económico y de la actividad de concesión de crédito, para desarrollar su negocio financiero gracias a la facilidad para transferir el riesgo asociado a estas operaciones. Esto pudo incentivar a las entidades a relajar sus estándares de concesión de créditos¹³ con el fin de obtener negocio financiero, ante la posibilidad de transferir el riesgo con facilidad.

13 Como ocurrió en EE. UU. con la concesión de hipotecas *subprime* a prestatarios de reducida solvencia y capacidad de pago reducida.

Como consecuencia de la asimetría de información entre inversores y emisores, así como de la falta de transparencia, se hacía necesario el establecimiento de un mecanismo de señalización sobre la calidad de los activos que componen las carteras para que los inversores recuperasen la confianza en este activo. Una posible solución a este problema ha sido el desarrollo de una legislación prudencial que alinee los intereses de emisores, originadores e inversores, de manera que los originadores de titulizaciones estén obligados a retener un porcentaje del riesgo de las operaciones. De este modo, los originadores han de compartir con los emisores el riesgo que ellos han analizado, lo que los incentivará a ser más rigurosos en sus procedimientos de concesión de créditos.

Con este objetivo, la Directiva de Adecuación de Capital, conocida como CRD II, estableció que los bancos no podrán invertir en titulizaciones a menos que los originadores de estas retengan al menos un 5 % del riesgo. El objetivo de esta medida¹⁴ es que los originadores de préstamos, que habitualmente participan en los mercados de titulización, sean más rigurosos en los procedimientos de concesión de créditos, al estar obligados a compartir los riesgos con los inversores, de modo que se alineen los intereses de originadores e inversores.

- ii) **Falta de transparencia y complejidad de la información:** Los inversores, los reguladores y la propia industria han mostrado repetidamente sus reticencias y las necesidades de mejora de la calidad y cantidad de información disponible facilitada por los originadores sobre los préstamos de las carteras que forman parte del colateral de las titulizaciones, así como sobre la evolución de su comportamiento a lo largo del tiempo. Además, a ello hay que unir el elevado grado de complejidad de las estructuras, que dificulta su comprensión.

De nuevo, la modificación de la CRD II recogió gran parte de las propuestas de mejora, estableciendo¹⁵ que los bancos promotores de titulizaciones deberán asegurarse de que los potenciales inversores tengan acceso a todos los datos relevantes con respecto al crédito y al comportamiento de las exposiciones que se van a titular (incluidos los flujos de efectivo y las mejoras crediticias previstas), cerciorarse de que está disponible toda la información necesaria para poder realizar una prueba de resistencia sobre los flujos de efectivo y las mejoras crediticias, e informar a los inversores del nivel de interés económico que planean mantener con cada titulización. Además, esa misma directiva estableció la obligación para los emisores de titulización de facilitar información suficiente a los inversores y al mercado para poder evaluar las inversiones, a lo que se ha añadido normativa en el mismo sentido de los propios reguladores nacionales¹⁶ y del BCE¹⁷.

14 Esta normativa es de aplicación para las nuevas titulizaciones generadas a partir del 1 de enero de 2011 y para las titulizaciones ya existentes en esa fecha que realicen sustituciones o incorporaciones de activos a partir del 31 de diciembre de 2014.

15 Véase la nota 12.

16 En España, la CNMV recogió en su Circular 2/2009, de 25 de marzo, modificada por la Circular 4/2010, un conjunto de obligaciones con relación a la información periódica facilitada por los fondos de titulización que incluía (a través de un formato estandarizado) información sobre la cuenta de pérdidas y ganancias, el balance, el estado de flujos de efectivo e información específica sobre los activos (tipos de activos, saldos vivos, tasas de morosidad, vida residual...) y pasivos del fondo (tipo de interés, *ratings*, amortizaciones anticipadas...), así como sobre la evolución de las mejoras crediticias del fondo.

17 El BCE estableció un mecanismo de reporte de información específica para los activos que formasen parte de las titulizaciones utilizadas como colateral de garantía en sus operaciones de financiación.

- iii) **Complejidad de las titulaciones:** Las estructuras de titulación son más complejas que la mayoría de los instrumentos financieros más habituales. Aunque en sus orígenes esas estructuras eran relativamente sencillas y fáciles de entender por los inversores, el rápido desarrollo del mercado, caracterizado por fuertes crecimientos de los volúmenes, llevó progresivamente al diseño de estructuras cada vez más complejas y difíciles de entender por los inversores, que en muchas ocasiones no tenían un conocimiento claro del producto en el que estaban invirtiendo.

En este aspecto también los reguladores y la propia industria apuntaron a la necesidad tanto de recuperar las estructuras más sencillas para devolver la confianza a los inversores, como de modificar los requisitos de capital para hacerlos más elevados en el caso de aquellas estructuras más complejas. En este sentido, la Unión Europea apostó por una serie de desarrollos regulatorios orientados a recuperar la confianza de los inversores y a reactivar el mercado europeo de las titulaciones. Así, en el marco de la Unión de los Mercados de Capitales, la Comisión Europea publicó en 2015 una propuesta legislativa que incluía un nuevo Reglamento de titulaciones simples, transparentes y estandarizadas (STS, por sus siglas en inglés), así como una modificación del Reglamento de requisitos de capital. La propuesta se materializó en el Reglamento (UE) 2017/2402¹⁸, que entró en vigor el 1 de enero de 2018 (con un periodo de transición hasta el 1 de enero de 2019). Con esta norma se intenta fomentar un mercado de activos de alta calidad, a la vez que evitar los problemas y las malas prácticas acontecidas anteriormente en este mercado. Con ese objetivo, las emisiones calificadas como STS gozarán de una calidad superior y de un tratamiento regulatorio distinto al del resto de titulaciones.

Asimismo, con fecha 6 de junio de 2019 se publicó el Reglamento (UE) 2019/876¹⁹ de requisitos de capital, que mejora el tratamiento de las titulaciones STS en términos de capital, lo que debería permitir liberar recursos a las entidades financieras y mejorar sus ratios.

En definitiva, los cambios mencionados están orientados a desarrollar un mercado de titulaciones amplio, seguro y líquido que sea capaz de generar una base amplia de inversores y que se convierta en un mecanismo eficiente para proporcionar financiación a la economía (tanto para bancos como para otras entidades como las aseguradoras), en el que las titulaciones STS se conciben como un elemento revitalizador de este mercado, a la vez que se produce una transmisión eficiente de riesgos a un conjunto de inversores institucionales, pero protegiendo a los inversores y gestionando de manera adecuada el riesgo sistémico.

18 Reglamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por el que se establece un marco general para la titulación y se crea un marco específico para la titulación simple, transparente y normalizada, y por el que se modifican las Directivas 2009/65/CE, 2009/138/CE y 2011/61/UE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 648/2012.

19 Reglamento (UE) 2019/876 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo 2019, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 575/2013 en lo que se refiere a los requisitos sobre los fondos propios y pasivos admisibles y que a su vez modificaba el Reglamento (UE) n.º 648/2012.

Las titulizaciones simples, transparentes y estandarizadas (STS) son reguladas por el Reglamento (UE) 2017/2402¹, que establece un marco general para las titulizaciones y un marco específico para las primeras. Este reglamento, que entró en vigor el 1 de enero de 2019, tiene como principal objetivo reactivar el mercado europeo de titulizaciones de alta calidad, de manera que contribuya a facilitar la financiación de la economía real de la Unión Europea, a la vez que se realiza una asignación y transmisión más eficiente de los riesgos, garantizando la protección de los inversores.

Con este enfoque se desarrolla un marco para simplificar las normas relativas a todas las titulizaciones y para identificar aquellas que cumplen con las características de ser simples, transparentes y estandarizadas. Esto incluye los siguientes aspectos:

- Definiciones de los conceptos fundamentales de una titulización.
- Requisitos en materia de diligencia debida, retención de riesgos, transparencia y criterios para la concesión de créditos.
- Restricciones a la venta de titulizaciones a clientes minoristas.
- Prohibición de desarrollar retitulizaciones.
- Establecimiento de normas para el desarrollo de vehículos especializados en titulizaciones², así como de registros de titulizaciones³.
- Desarrollo de una estructura para titulizaciones STS.
- Creación de un sistema de sanciones administrativas para los casos de incumplimiento.

La normativa tiene un efecto directo tanto sobre los emisores como sobre los inversores, cuyos aspectos más destacados afectan a la originación, el desarrollo y la distribución de las titulizaciones desde el punto de vista de los emisores, pero también a la evaluación de los riesgos y la idoneidad del producto desde el punto de vista de los inversores. En el caso de los emisores, se establece, por un lado, la obligación de retener un interés económico neto de al menos el 5 % de la titulización, lo que limita parcialmente la transmisión del riesgo, así como la necesidad de aplicar los mismos criterios sólidos y bien definidos para la concesión de créditos que se aplican a los productos no titulizados, lo que contribuye a reducir los problemas de riesgo moral por parte de los emisores; a la vez que, por otro lado, se establece la obligación de proporcionar información detallada sobre las titulizaciones tanto a los titulares de activos de titulización como a las autoridades competentes y a los inversores potenciales, al objeto de que estos dispongan de toda la información necesaria para evaluar sus inversiones y se incrementen sustancialmente los niveles

de transparencia. Como compensación, los emisores podrán utilizar el término STS para denominar sus emisiones cuando cumplan con los requisitos establecidos al efecto, lo que facilitará su comercialización entre los inversores frente a otras titulaciones más complejas, así como un tratamiento más liviano en términos de requisitos de capital.

Los elementos que definen una titulación STS son los siguientes atendiendo a cada una de las tres características:

– **Simple:**

- i) Los activos⁴ que forman parte de la titulación deben ser homogéneos⁵ para facilitar su evaluación y la valoración de riesgos.
- ii) No está permitido hacer retitulaciones.
- iii) Los préstamos deben contar con historial suficiente para poder hacer estimaciones razonables del riesgo de impago.
- iv) La propiedad de los créditos debe haberse transferido de manera plena al emisor de la titulación.

– **Transparente y estandarizada:**

- v) Los créditos titulados deben haber sido generados utilizando los mismos estándares que para cualquier otro crédito. Esto tiene como objetivo evitar el modelo de originar para distribuir y evitar la selección de créditos específicos para la titulación.
- vi) Al menos el 5 % de la cartera de crédito debe de ser retenida por el originador.
- vii) La documentación debe ser completa, incluir detalles sobre su estructura y la cascada de flujos de pago generados por la titulación, y contener la secuencia y el importe de los pagos asignados a cada tramo.
- viii) La información sobre la cartera de préstamos que forma parte de la titulación debe hacerse pública con carácter periódico.
- ix) Las obligaciones contractuales, los compromisos y los deberes de todas las partes que son clave en una titulación deben estar claramente definidos.

¿Qué garantiza que una titulación cumple los criterios para ser considerada STS?

El emisor de una titulación denominada STS habrá de asegurarse de que cumple todos los criterios para poder recibir esta denominación y se lo

comunicará a la Autoridad Europea de Valores y Mercados⁶ (ESMA), por lo que es legalmente responsable de cualquier información facilitada de carácter erróneo. La propia ESMA incluirá la titulización en un registro de datos centralizado que recogerá todas las titulaciones (tradicionales y sintéticas⁷) que reciban la calificación de STS y que será accesible para todos los inversores a través de la web con carácter gratuito.

Tanto el emisor como el originador y el patrocinador de las titulaciones serán responsables de proporcionar a los inversores toda la información relevante necesaria para evaluar los riesgos asociados a cada una de ellas. Asimismo, toda esta información habrá de ser recogida en la página web de ESMA en una sección dedicada a las titulaciones⁸ bajo un formato estandarizado. Por otro lado, dado que las titulaciones implican a diferentes agentes (originadores, patrocinadores, emisores, inversores, etc.), las autoridades competentes de cada área supervisarán las actividades de titulización que quedan recogidas bajo el ámbito de sus competencias, estableciéndose un régimen de sanciones en caso de incumplimiento, así como su exclusión del registro de titulaciones STS.

1 Modificado por el Reglamento (UE) 2021/557 (SECR).

2 *Securisation Special Purpose Entities* (SPPE, por sus siglas en inglés).

3 Los registros de titulaciones (*securitisation repositories*) deberán estar registrados en ESMA y tendrán que recopilar y mantener todos los datos de las titulaciones para ponerlos a disposición de los inversores y las autoridades competentes.

4 Habitualmente hipotecas, créditos o cuentas a cobrar.

5 Por ejemplo, o bien todo hipotecas para viviendas, o bien todo hipotecas comerciales o créditos para la adquisición de vehículos, pero no se deben combinar diferentes tipos de riesgo.

6 ESMA regula las actividades de titulización básicamente estableciendo requisitos de información, incluido el contenido de las notificaciones de titulaciones STS, así como manteniendo un registro de estas últimas STS. Asimismo, supervisa los registros de titulaciones y facilita la cooperación en la supervisión entre las distintas autoridades competentes.

7 Las titulaciones sintéticas incorporan instrumentos derivados para transferir el riesgo.

8 ESMA mantiene vigente en su web desde el 1 de enero de 2019 un registro de titulaciones STS.

- iv) **Deficiencias en la evaluación por parte de los inversores:** A la complejidad de las estructuras de titulización se unió el hecho de que la mayor parte de los inversores en ellas²⁰ delegaron, en casi todos los casos, el proceso de evaluación y análisis en agencias de calificación, a lo que contribuyó la dinámica de un mercado con fuerte crecimiento y elevada demanda de este tipo de activos.

En este sentido, las iniciativas regulatorias han estado enfocadas en promover un papel activo de los inversores en titulización, tanto en el análisis de los valores de titulización y sus colaterales en el momento de su adquisición como de su posterior seguimiento. Así, de nuevo, la modificación de la CRD II recogió la necesidad de que las entidades de crédito demuestren a las autoridades competentes el cumplimiento de los procedimientos y las políticas adecuados para

20 El mercado de titulaciones es básicamente mayorista, por lo que sus inversores son institucionales con amplios conocimientos de los mercados y sus instrumentos financieros.

hacer el análisis previo de sus inversiones, así como su posterior seguimiento, teniendo en cuenta aspectos como los riesgos asociados a la operación y a los propios activos, garantías, análisis del originador de la operación y metodología empleada. Las entidades habrán de asegurarse, por tanto, de que sus inversiones en titulaciones han sido correctamente evaluadas²¹ y cuentan con el oportuno seguimiento, puesto que, en caso contrario, las ponderaciones por riesgo de estas operaciones serán penalizadas con un mayor coste en términos de capital.

- v) **El papel de las agencias de *rating*:** El mercado —en el que los inversores tomaban sus decisiones de inversión basándose en los informes emitidos por estas agencias—, así como la propia regulación, que contribuía a sesgar las calificaciones crediticias al alza, habían dado lugar a un modelo de negocio para las titulaciones muy dependiente de las agencias de calificación y que quedó cuestionado con el estallido de la crisis financiera. Todas las críticas apuntan a una deficiente valoración de los riesgos por parte de las agencias, con una excesiva confianza en los modelos de evaluación utilizados y, en particular, a las bajas probabilidades que estos asignaban a los escenarios de impago, así como a la complejidad y ausencia de transparencia de la metodología aplicada a sus análisis.

El Reglamento (CE) n.º 1060/2009 y sus posteriores modificaciones²² introdujeron un conjunto de regulaciones orientadas a corregir estos excesos en relación con las titulaciones, destacando la obligación de las agencias de *rating* de hacer públicos sus modelos, metodologías e hipótesis para otorgar calificaciones, así como las propias calificaciones, además de la necesidad de revisarlas al menos una vez al año o cuando existan cambios sustanciales que impliquen una variación de la calidad crediticia. Asimismo, las agencias deberán asegurarse de que sus calificaciones no se ven afectadas por ningún conflicto de intereses ni ninguna relación comercial, por lo que no podrán suministrar servicios de asesoramiento, a la vez que la remuneración de sus empleados no podrá estar vinculadas a los ingresos que obtenga la agencia en función de las calificaciones concedidas.

5 La titulización en España tras la crisis financiera

A pesar de que las titulaciones siguieron desempeñando un papel destacable tras el estallido de la crisis financiera como mecanismo de financiación de las entidades financieras ante los bancos centrales, la retirada masiva de los inversores del mercado provocó su declive, lo que llevó sus volúmenes de emisión al principio de la década de 2010 a 2020 a situarse en niveles similares a los del comienzo de la década anterior.

Desde entonces, a pesar de las diferentes reformas y los intentos de los reguladores por revitalizar este instrumento, su recuperación ha sido lenta y costosa, situándose

21 Con este fin podrán apoyarse en modelos de valoración externos desarrollados por una agencia de calificación externa, pero habrán de demostrar que entienden el modelo y sus hipótesis y resultados.

22 Modificado por el Reglamento (UE) n.º 513/2011.

todavía muy lejos de los niveles que alcanzaban antes de la crisis financiera, como reflejan sus volúmenes de emisión. Así, en el caso del mercado español, las titulaciones, que en 2007 representaban un 69 % del total de las emisiones a largo plazo registradas en la CNMV²³, descendieron hasta un mínimo del 11 % en 2012 y desde entonces han alcanzado valores anuales de entre el 21 % y el 30 % hasta un máximo del 33 % en 2020 (véase el panel a) del gráfico 5).

Asimismo, como recoge el panel b) del gráfico 5, las emisiones de titulización españolas, que llegaron a representar en promedio casi una quinta parte²⁴ de todas las titulaciones emitidas en Europa entre los años 2000 y 2010, han ido perdiendo peso progresivamente durante la última década hasta alcanzar un promedio en torno al 13 % del total, si bien en el ejercicio 2020 se observó una notable recuperación.

Como se ha comentado en secciones anteriores, el declive de las titulaciones en España no estuvo tan relacionado con los problemas que se observaron en el ámbito internacional derivados del modelo de originar para distribuir, a la vista de los bajos datos de impagos y de las tasas de dudosidad de las titulaciones españolas y al hecho de que la mayoría de las entidades financieras españolas —sus principales emisores— mantuvieron los activos en sus balances. En España las titulaciones se utilizaron como mecanismo de obtención de liquidez. Los emisores españoles, al contrario de lo que sucedió en EE. UU. y algunos mercados europeos, siguieron vinculados a sus propias emisiones manteniendo en su práctica totalidad todos los tramos de las titulaciones en sus balances, y no existe evidencia de que utilizaran de manera sesgada la información de la que disponían acerca de sus carteras de crédito en perjuicio de potenciales inversores.

Así, en el caso concreto del mercado español, la retirada de los inversores de este instrumento podría atribuirse no tanto al comportamiento y la composición de las propias titulaciones españolas, que además contaban con mecanismos de mejora crediticia, sino a las dudas existentes en el mercado en torno al propio instrumento sin discriminar entre jurisdicciones de los originadores, que en España se vieron agravadas por la incertidumbre de los inversores en torno a la solvencia de las entidades financieras españolas²⁵ y la brusca caída de precios de los activos inmobiliarios²⁶ que

23 En 2008, alcanzaron un máximo histórico del 82 %, al ser masivamente utilizadas por las entidades financieras como colateral para obtener liquidez ante los bancos centrales.

24 En el periodo comprendido entre 2000 y 2010 las titulaciones emitidas en España representaron en promedio un 19 % del total de las titulaciones emitidas en Europa, con un máximo del 24 % alcanzado en 2007.

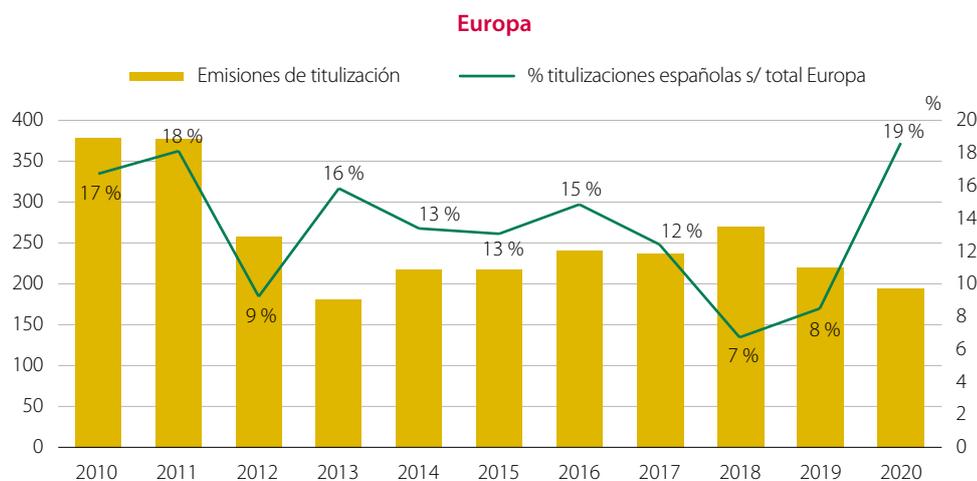
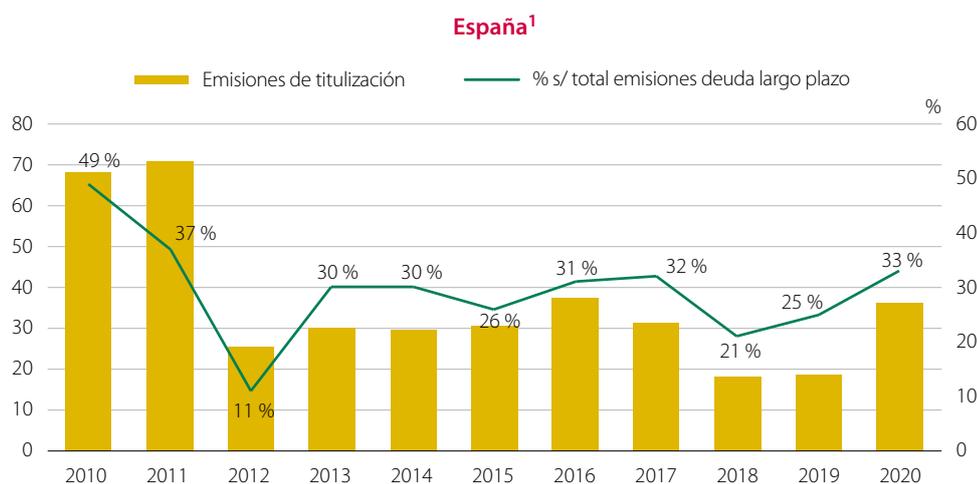
25 Según el informe del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) *10 años del FROB 2009-2019. Una década de estabilidad financiera*, contabilizando las ayudas del FROB, el Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) y la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB), se han gestionado procesos de rescate de las entidades del sistema financiero español por los siguientes importes en millones de euros: BFA-Bankia (22.424), Caixa Catalunya-Catalunya Banc (12.599), Caja de Ahorros del Mediterráneo (12.474), NovaCaixaGalicia (9.404), Banco de Valencia (6.103), Caja Castilla-La Mancha (4.215), Unnim (2.897), SAREB (2.192), BMN (1.645), CEISS (1.559), CajaSur (1.192), Banca Cívica (977), Caja3 (407), Banco Gallego (245) y Liberbank (124). A este importe hay que añadir la deuda asumida por la SAREB, que absorbió gran parte de los activos que se adjudicaron de las entidades financieras con el objetivo de sanear su balances y que nació con una deuda de 50.781 millones de euros, de los que al cierre de 2020 permanecían vivos en torno a 35.000 millones.

26 La SAREB, denominada de forma popular como *banco malo*, fue creada en 2012 para gestionar y vender los activos problemáticos adjudicados de las entidades financieras rescatadas. Entre 2012 y 2013 adquirió

componían el colateral de muchas de las titulaciones. De hecho, aunque las titulaciones pudieron haber contribuido a incrementar el riesgo que asumieron las entidades financieras antes de la crisis, al permitirles crecer y aumentar el tamaño de su balance mediante la expansión del crédito, no parece que las entidades españolas trasladasen los riesgos²⁷ asumidos a los inversores en bonos de titulación, puesto que las tasas de impagos asociados a estos se situaron en niveles sustancialmente inferiores a los de otras jurisdicciones.

Volúmenes de emisiones de titulación (2010-2020)

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV y AFME. Datos anuales en miles de millones de euros.

1 Emisiones registradas en la CNMV. Incluye las emisiones de pagarés de titulación.

Como refleja el gráfico 5, a pesar de la pérdida de interés de los inversores por las titulaciones, desde 2013²⁸ hasta la actualidad en promedio estas han representado

de estas entidades casi 200.000 préstamos e inmuebles, que incluían préstamos de diversa calidad con garantías inmobiliarias e inmuebles.

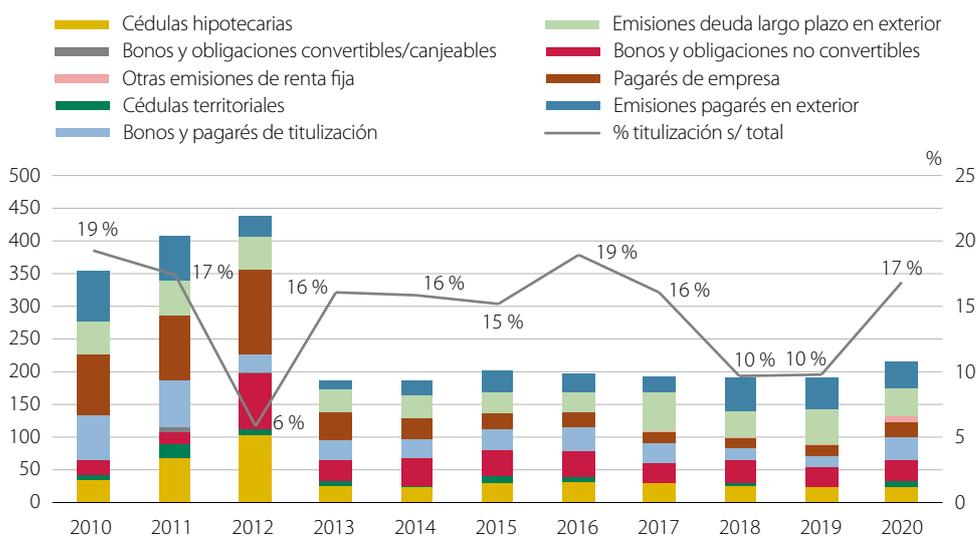
27 Las entidades cedentes de activos a un fondo de titulación garantizaban que, en el momento de su cesión a este, se encontraban al corriente de sus obligaciones o que tendrían como máximo una mora (mora técnica) siempre inferior a 30 días.

28 En 2012 representaron únicamente el 6 % del total de las emisiones.

el 15 %²⁹ de todas las emisiones registradas por emisores españoles tanto en la CNMV como en el exterior, manteniendo, por tanto, un papel relevante como mecanismo de financiación, por encima de otros tipos de activos como las cédulas hipotecarias y los pagarés de empresa. A pesar de este porcentaje relativamente elevado sobre el total de emisiones, las entidades financieras no han utilizado este activo como mecanismo de financiación para distribuirlo entre inversores o para utilizarlo como colateral en sus operaciones financiación ante el BCE, sino que en la práctica lo han emitido, más bien, para mantenerlo en cartera por si se necesita utilizarlo como garantía ante este último.

Emisiones de deuda de emisores españoles, por tipo de activo

GRÁFICO 6

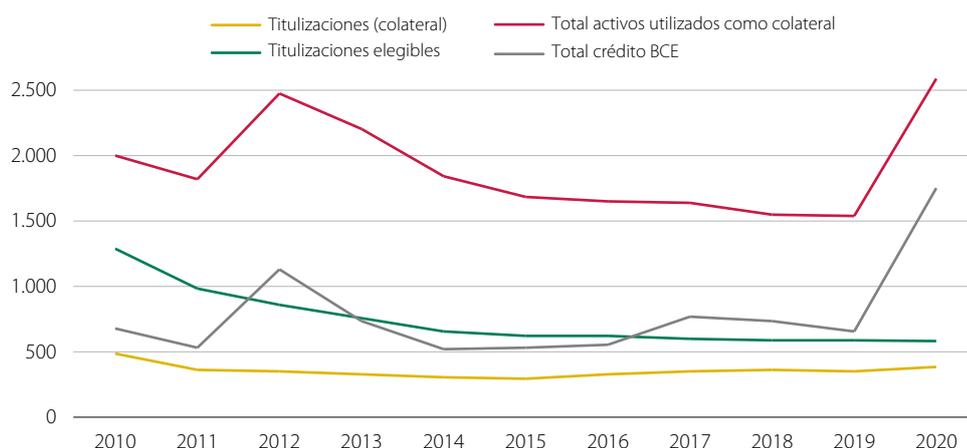


Fuente: CNMV y elaboración propia. Datos anuales en miles de millones de euros.

Los datos recogidos en el gráfico 7 muestran que el uso de titulizaciones como colateral ante el BCE, que marcó su récord en 2010, fue descendiendo progresivamente hasta 2015, cuando registró un mínimo de 293.000 millones, y desde entonces se ha ido recuperando hasta alcanzar un máximo de 387.000 millones de euros en 2020. Aun así, a pesar de su mayor uso como colateral en los últimos años respecto al volumen de titulizaciones elegibles —que no ha parado de descender hasta alcanzar poco más de 583.000 millones de euros en 2020, su volumen más bajo de los últimos años—, el peso de las titulizaciones respecto al total de los activos utilizados como colateral de garantía ante el BCE es cada vez menor y en la actualidad representa apenas un 15 % del total de todos los activos utilizados como colateral.

29 Su peso como mecanismo de financiación ha oscilado entre un mínimo del 10 % en 2018 y 2019 y unos valores máximos del 17 % y del 19 % en 2020 y 2016, respectivamente.

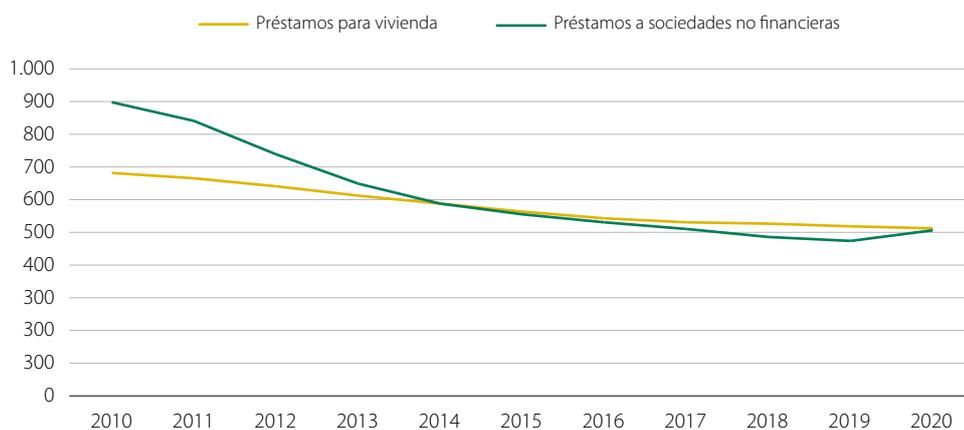
Uso de titulaciones como colateral ante el BCE para obtener financiación GRÁFICO 7



Fuente: Banco Central Europeo. Datos anuales en miles de millones de euros.

Por otro lado, al contrario de lo que sucedió al principio de los años 2000, cuando tanto el crédito a empresas como el destinado a la adquisición de viviendas crecían a tasas elevadas, en la década siguiente ambos han retrocedido de modo destacado (véase gráfico 8). El primero lo ha hecho al amparo de las mayores restricciones al crédito bancario y del auge de la desintermediación financiera, lo que ha favorecido que muchas compañías hayan acudido directamente a los mercados de capitales a financiarse, mientras que el segundo lo ha hecho, en una primera etapa, como consecuencia del descenso de la actividad del mercado inmobiliario y, en una etapa posterior, debido a un mayor recurso a los fondos propios de los compradores en detrimento de la financiación bancaria.

Saldo de préstamos para vivienda y a sociedades (2010-2020) GRÁFICO 8



Fuente: Banco de España. Datos anuales en miles de millones de euros.

Los siguientes epígrafes contienen un análisis individual del comportamiento de las emisiones de titulización en España atendiendo a los principales aspectos que las afectan, como su actividad emisora, la composición de las diferentes estructuras y su comportamiento en el mercado secundario, teniendo en cuenta las variables más significativas que repercuten en cada uno de ellos. La intención de este análisis es detectar aquellos cambios que han sido más relevantes en este periodo y si estos se han consolidado a lo largo del tiempo.

Asimismo, aunque carecen todavía de un historial limitado, se ha incluido un breve análisis de las características de las titulaciones STS españolas en sus aspectos más destacados desde su aprobación en 2019.

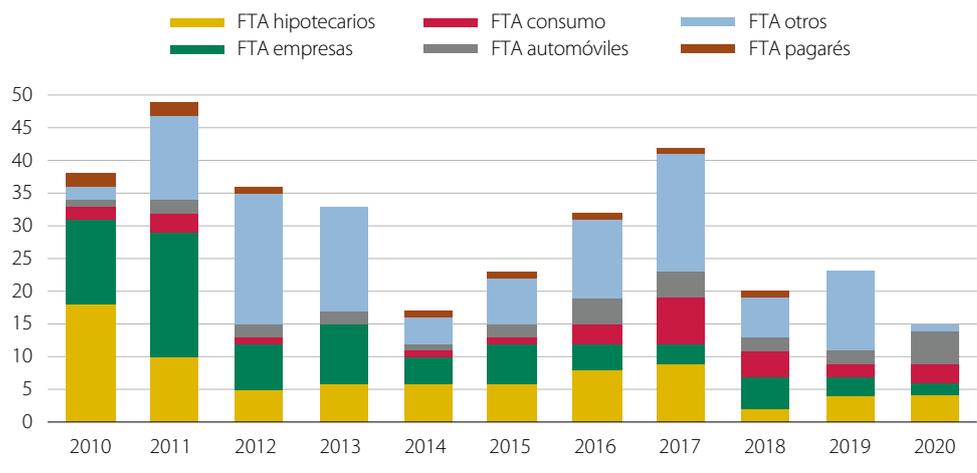
5.1 Actividad emisora

5.1.1 Evolución del número de nuevas emisiones de fondos de titulización por tipo de activo cedido

Aunque los fondos de titulización en España habían estado en gran medida ligados al crecimiento del mercado inmobiliario y la actividad hipotecaria, que concentraban gran parte de las emisiones y los volúmenes de las nuevas titulaciones³⁰, el estallido de la crisis financiera y la fuerte corrección de los precios y la actividad en el mercado inmobiliario acaecidos en los años posteriores a estas provocaron un cambio en la actividad emisora a partir de 2010. Desde ese momento, las emisiones de fondos de titulización hipotecaria fueron perdiendo peso progresivamente en número y, tras una breve recuperación transitoria a mediados de la década, el número de fondos de titulización de activos hipotecarios se mantiene en niveles reducidos (véase gráfico 9).

Número de FTA registrados, por tipo de activo cedido (2010-2020)

GRÁFICO 9



Fuente: CNMV. Datos anuales en número de fondos.

Asimismo, el número de emisiones de los fondos de titulización de crédito a empresas también ha ido perdiendo peso progresivamente hasta alcanzar valores muy reducidos, mientras que la actividad de los fondos de titulización de pagarés ha mantenido cifras testimoniales.

En el lado contrario, tanto los fondos de crédito al consumo como para la adquisición de vehículos presentaron señales de reactivación a mitad de la década gracias a

30 Uno de los objetivos iniciales de la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria era favorecer la financiación para la adquisición de vivienda, así como reducir su coste.

que el interés de los inversores en el mercado se centraba en mayor medida en estas categorías de fondos, atraídos por sus mayores retribuciones³¹.

Además, destaca durante toda la década el número de emisiones respaldadas por otros créditos de carácter no hipotecario y que corresponden a acuerdos para la creación de fondos de titulización³² entre las sociedades gestoras y las Administraciones públicas para favorecer la financiación de ciertas actividades económicas y que cuentan con el aval del Estado.

5.1.2 Evolución del importe nominal de las nuevas emisiones de fondos de titulización por tipo de activo cedido

Aunque los datos del epígrafe anterior sobre las emisiones por número de nuevos fondos registrados en la CNMV pudiesen transmitir la impresión de que tanto los fondos de titulización hipotecarios como los de créditos a empresas han perdido peso en la década de 2010 a 2020 en beneficio de otros tipos de fondos, los importes nominales emitidos demuestran que en la realidad no ha sido así.

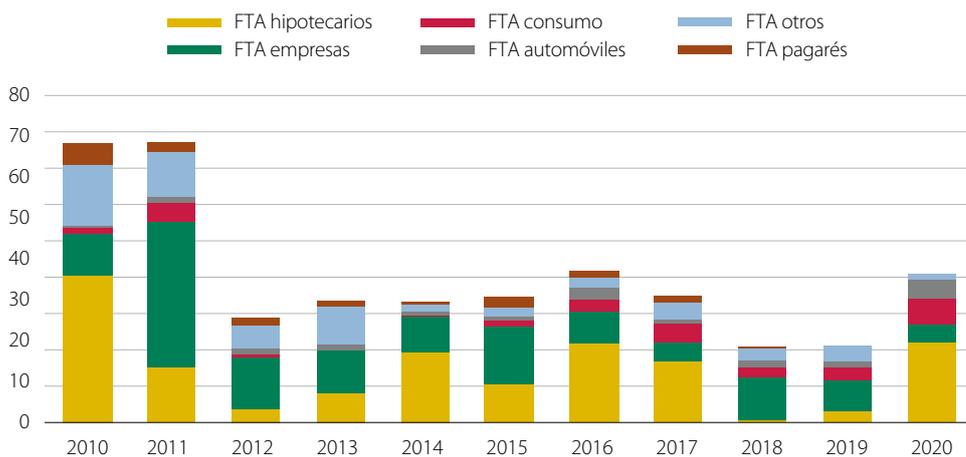
Si bien el número tanto de nuevos fondos hipotecarios como de créditos a empresas retrocedió y mostró cifras muy discretas, en términos de volúmenes nominales emitidos gran parte de las emisiones han seguido concentradas en activos inmobiliarios y de crédito empresarial. Se deduce, en consecuencia, que el tamaño medio de los fondos de titulización registrados de estos tipos se ha incrementado de forma significativa. No obstante, no se observa una evolución temporal estable y, con la excepción de los ejercicios 2016 y 2020, en los que los volúmenes emitidos crecieron de modo destacado, los importes emitidos a partir del año 2012 no han alcanzado los 30.000 millones de euros anuales y no se han observado señales claras de que se vaya a producir un cambio en esta tendencia (véase gráfico 10).

Por otro lado, aunque en el resto de las categorías se ha apreciado un mayor aumento del número de fondos registrados, este no ha venido acompañado de un crecimiento significativo del volumen emitido por fondo, sino al contrario: se ha producido una cierta reducción del tamaño medio emitido por fondo. Esta última circunstancia podría ser una muestra del interés de las gestoras por mantener e incentivar la recuperación del mercado de titulizaciones creando fondos más pequeños de tipos específicos de activos (como los créditos a los automóviles o créditos avalados por las Administraciones públicas) y que pudiesen contar con el interés de grupos específicos de inversores.

31 En un contexto de recuperación del crecimiento económico, expansión del consumo y tipos de interés en niveles muy reducidos.

32 Como el Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico (FADE), que está respaldado por derechos de cobro del déficit de ingresos de las liquidaciones reguladas del sector eléctrico.

Importe nominal emitido de FTA, por tipo de activo cedido (2010-2020) GRÁFICO 10

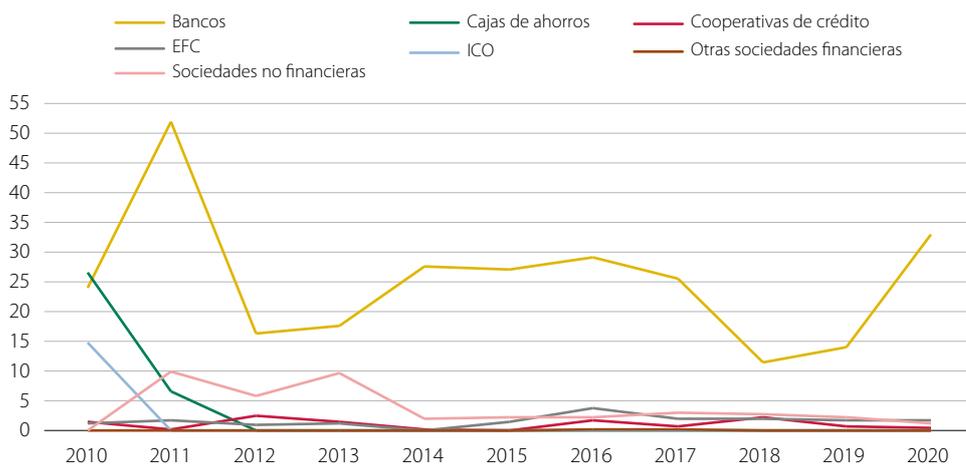


Fuente: CNMV. Datos anuales en miles de millones de euros.

5.1.3 Evolución del importe nominal de activos cedidos a los fondos de titulización en función del tipo de cedente

Como sucedió en la década de los 2000, los principales promotores de fondos de titulización en España continúan siendo las entidades financieras³³, que desde 2011 hasta 2020 han representado el 87 % del mercado, porcentaje que se eleva hasta el 91 % si se tienen en cuenta las operaciones realizadas a partir de 2015. Por tanto, el peso de estos agentes en el mercado permanece relativamente estable en el tiempo, manteniendo en los últimos 25 años valores superiores al 90 %. El resto, que apenas alcanza el 10 %, corresponde en su mayoría a sociedades no financieras, algunas de ellas de carácter público (véase gráfico 11).

Importe nominal cedido a FTA, según tipo de cedente (2010-2020) GRÁFICO 11



Fuente: CNMV. Datos anuales en miles de millones de euros.

33 Incluidos bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito y establecimientos financieros de crédito.

Los activos cedidos por los bancos, las cajas de ahorros³⁴ y las cooperativas de crédito desde 2011 hasta 2020 han alcanzado los 271.000 millones de euros, situándose el importe medio anual en poco más de 27.000 millones de euros. Del importe total, en torno al 40 % y el 43 % correspondieron a crédito hipotecario y a empresas, respectivamente, mientras que el resto se destinó a la financiación de distintos tipos de consumo. Las titulaciones de créditos al consumo han alcanzado de media en torno al 5 % de todos los activos titulizados en la última década, pero en los últimos años su peso es creciente y en algunos ejercicios se han situado en torno al 10 % del total de las titulaciones.

Asimismo, hay que destacar el papel de las sociedades no financieras, cuya aportación de créditos a las emisiones de titulización ha estado en promedio por encima del 12 % del total durante toda la década, pero lejos de los valores cercanos al 25 % o superiores que alcanzó a comienzos de esta con la reestructuración del sector financiero.

5.2 Calidad de los activos titulizados

Un elemento clave que va a determinar la evolución futura del comportamiento de un fondo de titulización es la calidad de los activos que lo componen. Como se ha mencionado anteriormente, una de las críticas comunes al modelo de titulización existente antes del estallido de la crisis financiera era que estaba creado a partir de la mala práctica de originar créditos para distribuirlos en forma de titulaciones sin realizar una evaluación adecuada de su calidad. La aplicación de este modelo de negocio podría haber llevado a algunas entidades a relajar sus estándares de concesión de créditos con el objetivo de desarrollar su negocio financiero gracias a la facilidad para transferir el riesgo asociado a estas operaciones.

Las métricas habituales que miden la calidad de un activo susceptible de ser titulado varían en función del tipo de activo, pero básicamente dependen de la antigüedad y el vencimiento de los préstamos, así como de la tasa de dudosidad³⁵ y de fallidos, en el caso de los préstamos hipotecarios y a empresas; mientras que para los créditos al consumo y para la compra de automóviles solo se tienen en cuenta los últimos dos parámetros.

En el caso de las carteras de préstamos hipotecarios, la antigüedad y el vencimiento de los préstamos titulizados son claves para evaluar la calidad del riesgo transferido a la titulización. La experiencia estadística señala que el comportamiento de los primeros años de un préstamo (entre tres y cinco años) es clave con relación a su probabilidad de incumplimiento, que se reduce paulatinamente a partir de ese momento. Asimismo, aunque no existe ninguna normativa que establezca qué antigüedad deben tener los préstamos transferidos a un fondo, se ha demostrado que cuanto más pronto se produzca la transferencia de un préstamo desde el balance de una entidad financiera al fondo, de menor información se dispondrá sobre el historial

34 Hasta el año 2011. A partir de 2012 todos los activos aportados por las entidades financieras han correspondido a bancos.

35 La tasa de dudosidad incluye los préstamos de dudoso cobro (cuando han pasado más de 90 días desde su impago) o aquellos en los que, no habiendo transcurrido dicho plazo, la entidad tenga dudas razonables sobre si van a ser reembolsados.

crediticio de este para evaluar su calidad, por lo que un periodo mínimo de permanencia en el balance de la entidad y un historial sobre su comportamiento crediticio incrementarán la transparencia sobre su presunta calidad. Además, en el caso de los préstamos hipotecarios, otra métrica muy importante es la ratio *loan-to-value* (LTV), que recoge la relación entre el saldo vivo del préstamo y la última tasación de la vivienda, bien en el momento de la concesión del préstamo o bien en el de su titulación. La evidencia empírica muestra que los préstamos con las ratios LTV más elevadas son más vulnerables debido a que, en caso de un descenso de los precios de los activos inmobiliarios, se incrementa la probabilidad de impago como consecuencia del aumento del apalancamiento del deudor³⁶.

Los fondos de titulación hipotecarios proporcionan información a los inversores y a las agencias de calificación sobre la evolución de todos estos parámetros, para que puedan realizar un análisis sobre la calidad crediticia de los activos que los componen. Además, en el caso español, con el objetivo de garantizar la calidad de los activos cedidos a un fondo, estos han de estar al corriente de sus obligaciones en el momento de la cesión³⁷.

Al igual que en el caso de los préstamos hipotecarios, la antigüedad y el vencimiento de los préstamos titulizados son elementos claves para determinar el riesgo de una titulación de préstamos a empresas. Ahora bien, al contrario de los préstamos hipotecarios, donde en las últimas dos décadas se ha observado un alargamiento progresivo de los plazos, en el caso de las empresas la crisis financiera supuso un endurecimiento de las condiciones crediticias otorgadas a estas y un descenso de los plazos de sus préstamos, lo que reduce su historial crediticio antes de formar parte de las carteras de préstamos de los fondos y, por lo tanto, la calidad sobre la información respecto a estos. Por otra parte, la morosidad de los préstamos a las empresas va a variar en función del sector en el que operan, que puede presentar mayor o menor sensibilidad a los ciclos económicos y a los periodos de recesión, así como en función del tamaño de la empresa, ya que las pequeñas empresas suelen ser más vulnerables, al contar con estructuras financieras más débiles y depender en mayor medida del crédito bancario.

5.2.1 Evolución de la estructuras de las emisiones de titulación en función de su calificación crediticia

Los fondos de titulación de activos pueden emitir diferentes series de bonos en función del nivel de riesgo asociado a cada una de ellas, que va a depender de las características específicas de la serie, como son la posición que ocupa en el orden de prelación de pagos, el plazo de amortización y el tamaño de la serie, así como de las características intrínsecas de la cartera de créditos que componen el activo del fondo.

36 Moody's en su informe *Approach to Rating Spanish Residential Mortgage Backed Securities* (2013) asigna una frecuencia de impago del 25 % a los préstamos con una ratio LTV del 100 %, que se reduce al 11,5 % cuando esta ratio cae al 80 %. Asimismo, véase el trabajo de María del Rosario Martín (2014). *Análisis de los fondos de titulación: características en el momento de su constitución y comportamiento durante los años de la crisis*, en el que se corrobora esta misma idea con un análisis de las carteras de fondos de titulación para el mercado español.

37 Aunque se admiten activos que tengan una mora inferior a 30 días (mora técnica).

El número de tramos que componen un fondo de titulización dependerá de las características y la homogeneidad de la cartera de los activos incluidos en este, así como del tipo de inversores³⁸ a los que va dirigido, pero también, en cierto modo, de las necesidades del estructurador del fondo³⁹. Lo habitual es que un fondo se estructure con una o dos series de tramos con las calificaciones crediticias más elevadas (al menos con *rating* A o superior) —denominado habitualmente tramo *senior*— y con varias series subordinadas de menor tamaño con peor calificación o incluso sin *rating* —denominadas tramos *equity*— y cuya característica principal es que han de hacer frente a las primeras pérdidas de la cartera de activos del fondo.

Como se ha mencionado anteriormente, la mayor parte de la actividad emisora de titulaciones tras el estallido de la crisis financiera ha estado condicionada por su uso como colateral en las operaciones de financiación con el BCE, por lo que ha sido este objetivo el que ha condicionado en gran medida la estructura y la composición de sus series (véase gráfico 12). Así, aunque inicialmente el BCE⁴⁰ estableció que las titulaciones utilizadas como colateral habrían de contar con una calificación crediticia de AAA, el rápido deterioro de las calificaciones y de los propios activos subyacentes como consecuencia de la crisis financiera provocó que el BCE fuera relajando progresivamente sus criterios sobre la calidad crediticia de los activos aceptados como garantía hasta situarlos en BBB⁴¹, exigencia mínima que permanece en la actualidad⁴².

Así, si en una primera etapa tras el estallido de la crisis financiera la práctica totalidad de los fondos emitidos eran calificados como AAA, la relajación progresiva de las exigencias de *rating* por parte del BCE permitió que a partir de 2012 la mayor parte de las emisiones realizadas fuesen calificadas como AA o inferior y que las entidades financieras pudiesen liberar el uso de sus activos de más calidad a otras funciones como la emisión de cédulas hipotecarias o activos similares⁴³. Aun así, como recoge el gráfico, la mayor parte de los fondos de titulización emitidos durante casi toda la década se han caracterizado por mantener *ratings* de elevada calidad con calificación AA o A, limitándose el importe de las emisiones de *rating* inferior. Asimismo, la mejora de los ratios de morosidad en los últimos ejercicios de la década, así como el interés de algunos inversores por adoptar posiciones de mayor riesgo, han permitido en los últimos tres años un mayor dualidad de las calificaciones, aumentado a su vez el tamaño de los tramos de mayor calidad (AAA) y los de mayor riesgo (con *rating* B o inferior) en detrimento de las series con calificaciones intermedias.

38 Se ha constatado que conforme aumenta el grado de sofisticación de los inversores de los fondos de titulización, estos tienden a estructurarse en más tramos para acomodar los objetivos y necesidades de los diferentes inversores.

39 A partir del estallido de la crisis financiera, se ha observado que el número de series emitidas por los fondos se ha reducido, puesto que muchos de los tramos de las emisiones o incluso todos ellos son retenidos por el originador para utilizarlos como colateral de garantía ante el BCE.

40 El consejo de gobierno del BCE estableció en enero de 2009 un *rating* mínimo de AAA.

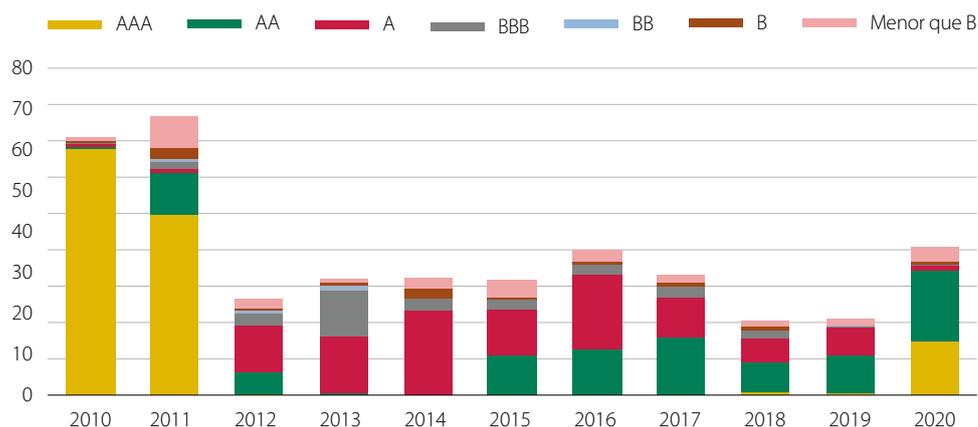
41 Las condiciones se fueron flexibilizando en varias etapas y en junio de 2012 se estableció un nuevo *rating* mínimo de BBB, aunque el descuento aplicado en la valoración de las titulaciones está condicionado al tipo de activos que componen sus carteras, incrementándose en el caso de créditos al consumo o empresas.

42 En la crisis del COVID-19, este nivel de exigencia mínima se mantuvo en la calificación de BBB.

43 Como las cédulas territoriales o las de internacionalización.

Estructura de las emisiones de FTA por tipo de rating (2010-2020)

GRÁFICO 12



Fuente: CNMV. Datos anuales en miles de millones de euros.

5.2.2 Mecanismos de mejora de la calidad de las titulizaciones

Los estructuradores de las titulizaciones disponen de mecanismos que permiten mejorar la calidad de los bonos más allá de la que hubiesen obtenido por la propia cartera de activos que los respaldan. De este modo, las mejoras crediticias absorben las primeras pérdidas en las que pudiera incurrir la cartera de activos, con lo que se protege tanto a los bonos de titulización como a los inversores.

Habitualmente, el tamaño de las mejoras crediticias necesario para que los bonos de titulización alcancen la calificación deseada viene determinado por las agencias de calificación, que emplean modelos de simulación asumiendo probabilidades de impago y de recuperación de los activos titulizados.

Aparte del mecanismo habitual del establecimiento de tramos subordinados, en el que los distintos tramos del fondo atienden sus obligaciones de pago siguiendo el orden de prelación⁴⁴, los mecanismos de mejora crediticia más comunes son:

- i) **El fondo de reserva:** Este mecanismo está basado en un depósito de efectivo destinado a asumir las primeras pérdidas ante posibles impagos de la cartera de activos del fondo, de modo que pueda hacer frente a sus obligaciones de pago a los inversores. Su importe suelen determinarlo las agencias de calificación y se calcula como un porcentaje del importe inicial del total de la emisión, que posteriormente disminuye en función del saldo pendiente de esta conforme a una regla de amortización descrita en los folletos de emisión de cada fondo.

El fondo de reserva habitualmente se financia con un préstamo subordinado otorgado por el propio originador y cuyo orden de prelación de pagos está subordinado a todos los bonos emitidos por el fondo. Asimismo, también se

44 De este modo, se atiende primero el tramo de bonos más *senior* y, a continuación, los diferentes tramos (A, B, C...) siguiendo el orden de prelación. En el caso de que no haya fondos suficientes para atender todos los tramos de los bonos, el tramo más subordinado será el primero que será impagado.

podría financiar por el tramo más subordinado de la emisión y, en algunos casos, una parte del fondo podría proceder del exceso de *spread* generado en la operación (véase el punto ii).

- ii) **El exceso de *spread* (*excess spread*):** Consiste en la diferencia entre el rendimiento de los activos del fondo y el coste de su pasivo, siendo el primer colchón disponible para absorber las pérdidas posibles que pudiese tener el fondo. En muchas ocasiones es habitual que el fondo cuente con un *swap*⁴⁵ que elimine el riesgo de base que pudiese existir si la cartera de activos está referenciada a un índice distinto al que están referenciados los bonos. Por otro lado, una vez satisfechos todos los pagos de los bonos del fondo conforme al orden de prelación establecido, si hubiese exceso de *spread* —es decir, excedente—, este habitualmente lo recibiría el originador.
- iii) **Líneas de liquidez:** Consiste en la contratación de líneas de crédito que permiten cubrir los desfases temporales que puedan surgir entre los pagos periódicos a los inversores y el cobro de intereses de los activos subyacentes.
- iv) **Sobrecolateralización:** Este mecanismo de mejora crediticia⁴⁶ implica que el activo que respalda los bonos emitidos por el fondo tiene un importe nominal mayor que los propios bonos. Habitualmente las agencias de calificación calculan el importe de sobrecolateralización en función de las potenciales pérdidas y de los gastos financieros del pasivo, por lo que suele tener carácter dinámico en función de la situación crediticia de la cartera de activos.
- v) **Avales y garantías:** Este mecanismo se caracteriza por que un tercero, generalmente una compañía aseguradora⁴⁷, otorga un aval o una garantía a un tramo determinado del fondo a cambio de una prima. Este aval permite mejorar su calificación crediticia.

El uso de los diferentes mecanismos de mejora crediticia no ha sido homogéneo por parte de los estructuradores de fondos de titulización en España, sino que preferentemente se ha centrado en los mecanismos de establecimiento de tramos subordinados y de creación de un fondo de reserva. No obstante, lo más habitual es que los fondos cuenten con más de un mecanismo de mejora crediticia y que el uso de los diferentes mecanismos haya evolucionado a lo largo del tiempo (véase gráfico 13).

Como refleja el gráfico 13, el uso de los mecanismos de mejora crediticia era más habitual en los años siguientes a la crisis financiera, pero conforme ha ido pasando el tiempo su utilización se ha ido reduciendo porque muchas de estas titulizaciones tenían como destino final su uso como colateral ante el BCE, que, como se ha comentado anteriormente, ha ido relajando sus condiciones de *rating* mínimo exigido. Aun así, los datos para 2020 reflejan una recuperación significativa del

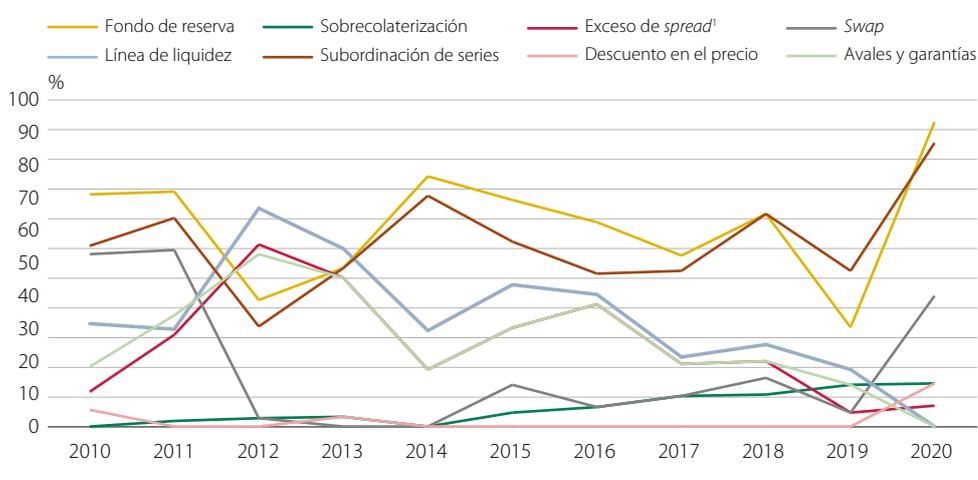
45 En algunos casos, los *swaps* incorporados a algunas operaciones de titulización garantizan un exceso de *spread* determinado.

46 Este mecanismo es característico de los fondos de titulización de cuentas a cobrar, pero también puede darse en otros tipos de activos.

47 Habitualmente una *monoline*, que son compañías aseguradoras de riesgo de crédito ligado a instrumentos financieros.

número de mejoras crediticias aplicadas como consecuencia del incremento de la percepción del riesgo tras el estallido de la pandemia del coronavirus.

Porcentaje de nuevos FTA por tipo de mejora crediticia (2010-2020) GRÁFICO 13



Fuente: CNMV.

1 Se consideran las operaciones sin swap.

Los mecanismos de mejora crediticia habituales han sido el establecimiento de tramos subordinados y la creación de un fondo de reserva, siendo su utilización bien indistinta o bien, en muchos casos, conjunta. Los datos reflejan que en el periodo 2010-2020, en promedio, más del 60 % de los nuevos fondos registrados contaba con un fondo de reserva para poder hacer frente a las primeras pérdidas en el caso de impagos de la cartera de activos del fondo. Por su parte, más de la mitad (56 %) de los nuevos fondos en este periodo fueron estructurados con tramos subordinados. El resto de los mecanismos ha contado con un uso desigual, cuya evolución a lo largo del tiempo ha dependido en mayor medida de las circunstancias del mercado. Así, los mecanismos de avales y garantías, línea de liquidez y exceso de *spread*, que fueron muy habituales en los años siguientes al estallido de la crisis como herramientas para mejorar la calidad crediticia de las titulaciones, fueron perdiendo peso conforme la situación económica y financiera mejoró a mitad de la década, en detrimento de otras medidas de coste más reducido como el establecimiento de mecanismos de sobrecolateralización, descuentos en el precio e incorporación de *swaps*⁴⁸.

5.2.3 Coberturas de las mejoras de la calidad de las titulaciones

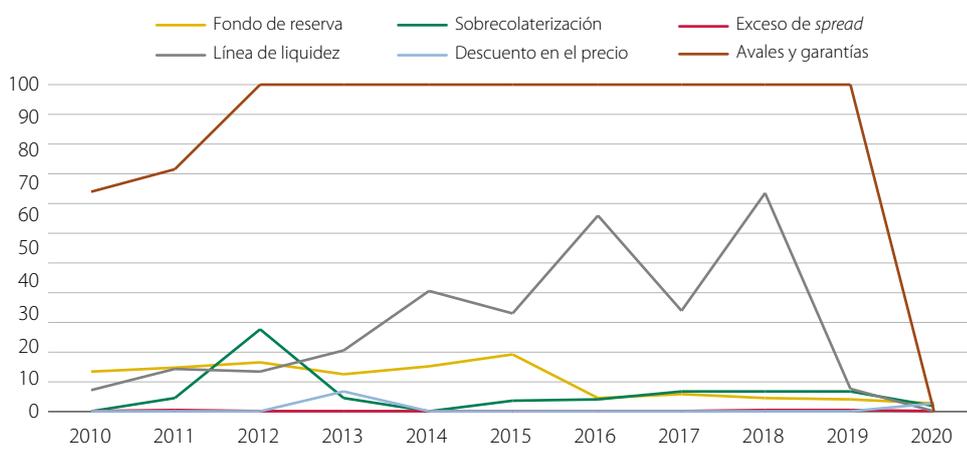
Al contrario que el establecimiento de tramos subordinados, que no suponen en sí mismos una cobertura adicional del riesgo de crédito o una mejora en el precio, sino el establecimiento de una estructuración en el orden de prelación en el caso de impago, los mecanismos de mejora implican la dotación de garantías adicionales para cubrir las primeras pérdidas que pudiese tener la cartera de activos.

48 Se trata de *swaps* de tipos de interés, destinados en su mayoría a proteger los fondos de titulación de activos del riesgo de tipo de interés, en un escenario de tipos muy bajos e incluso negativos.

Como se ha señalado anteriormente, el mecanismo más común de este tipo es el fondo de reserva, puesto que solo un número relativamente pequeño de fondos cuentan con otros mecanismos de cobertura adicionales. El tamaño de las coberturas otorgadas por el fondo de reserva ha evolucionado a lo largo del tiempo (véase gráfico 14) hasta alcanzar sus máximos a mediados de la década de 2010 a 2020, pero como se ha señalado anteriormente, ha disminuido conforme el BCE ha ido reduciendo el *rating* mínimo exigido a las titulizaciones para su uso como colateral de garantía.

Aunque contaban con una utilización notablemente más reducida, la mayoría de mecanismos de mejora de la calidad de las titulizaciones, como la línea de liquidez y la sobrecolateralización, han ido mejorando el tamaño de sus coberturas a lo largo de la década y solo se ha observado un descenso importante de ellas en 2020, coincidiendo con la recuperación del uso de otros mecanismos de mejora, como el establecimiento de un mayor número de tramos subordinados.

Porcentaje medio de cobertura de las mejoras crediticias (2010-2020) GRÁFICO 14



Fuente: CNMV.

5.3 Evolución de los saldos vivos de los fondos de titulización y su actividad en los mercados secundarios

5.3.1 Evolución del saldo vivo de los fondos de titulización por tipo de activo cedido

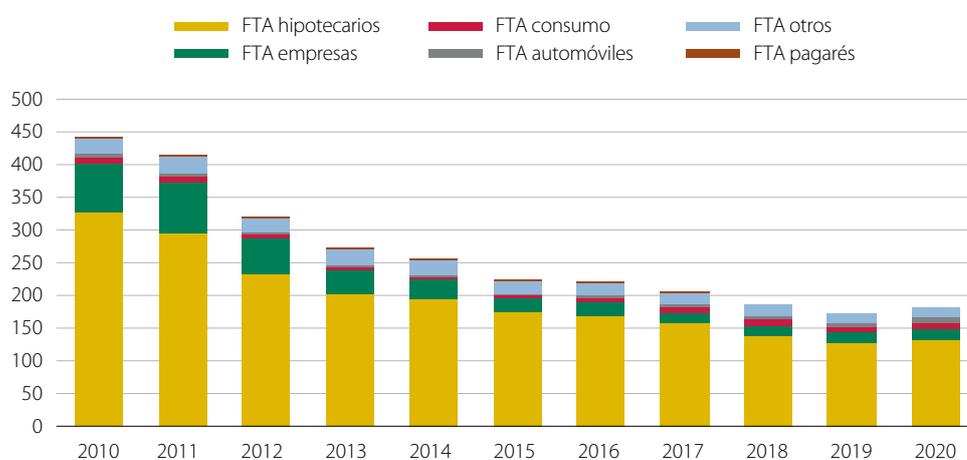
La evolución del saldo de los fondos de titulización en España ha estado estrechamente vinculada a la actividad hipotecaria. Así, el descenso tanto del volumen de nuevas titulizaciones como del saldo del volumen de créditos hipotecarios vivos⁴⁹ provocó que el saldo vivo de las emisiones fuera reduciéndose progresivamente a lo largo de la década hasta menos de la mitad, tras alcanzar un saldo cercano a 450.000 millones de euros a comienzos de esta (véase gráfico 15).

49 Según datos del Banco de España, el saldo vivo de créditos hipotecarios se situaba a finales de 2020 en 509.920 millones de euros, el nivel más bajo de la última década.

A finales de 2020 el saldo vivo alcanzaba los 181.700 millones de euros, de los que casi el 73 % correspondía a titulizaciones hipotecarias^{50, 51}.

Saldo nominal vivo de FTA por tipo de activo cedido (2010-2020)

GRÁFICO 15



Fuente: CNMV. Datos en miles de millones de euros.

Además, el saldo vivo de las emisiones de fondos de titulización de créditos a empresas también se ha reducido de modo destacado coincidiendo con las mayores restricciones de crédito a empresas, especialmente a pymes, así como al mayor recurso de estas directamente a los mercados mediante la emisión de deuda. Así, el saldo vivo de las titulizaciones de créditos a empresas representaba en 2020 en torno a 17.000 millones de euros, menos del 10 % del total y casi la quinta parte del saldo vivo de hace 10 años.

Por otro lado, a pesar de su volumen reducido, el mejor comportamiento relativo ha venido de los fondos para créditos al consumo y para la adquisición de vehículos. Ambos se han recuperado con fuerza en los últimos años —tras una fuerte caída a mitad de la década— por el interés de los inversores en este tipo de activos, al ser considerados una parte importante de los nuevos fondos de este tipo como titulizaciones STS, así como a su mayor rendimiento en un contexto de menor morosidad, por lo que alcanzan los saldos vivos más elevados de la última década y representan en torno al 5,5 % y el 4,5 % del total del saldo vivo, respectivamente.

5.3.2 Evolución del saldo vivo de las emisiones de titulización en función de su calificación crediticia

Los numerosos problemas de las titulizaciones por el papel desempeñado por las agencias de calificación crediticia en los años anteriores a la crisis financiera, al

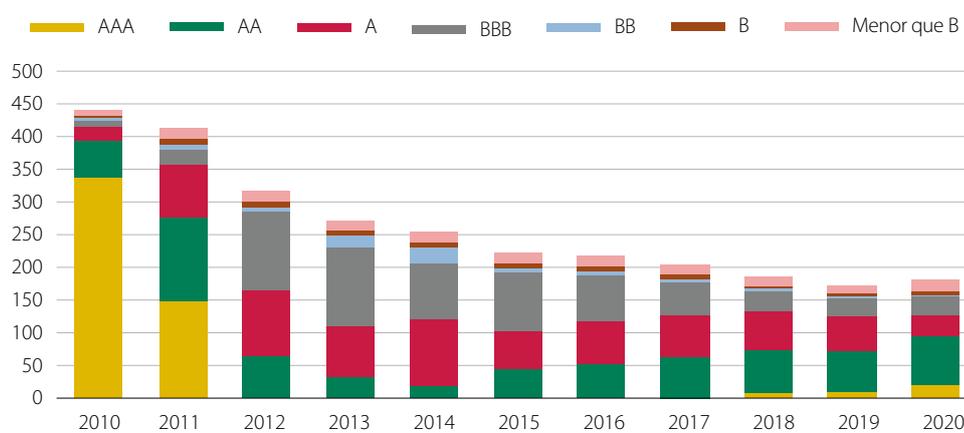
50 El promedio de este valor se ha situado en el periodo 2010-2020 en el 74,5 %.

51 A pesar de este descenso, las titulizaciones representan el segundo grupo de entidades más relevantes cuantitativamente dentro del grupo que conforman la intermediación financiera no bancaria en España (el primer grupo está formado por determinadas tipologías de fondos de inversión). Para mayor información, véanse los informes publicados en la web de la CNMV: <http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/PublicacionesGN.aspx?id=56>

otorgar los *ratings* de estas, dieron lugar a un brusco ajuste de las calificaciones crediticias de las emisiones en circulación en numerosos casos. Como era previsible, las titulaciones españolas no se quedaron al margen de este proceso y estuvieron sometidas a importantes recortes en sus calificaciones, a lo que se unió el efecto añadido de la crisis de deuda soberana en 2012, que extendió la rebaja de las calificaciones a todos los activos más allá de la deuda pública. Como consecuencia de ello, el saldo vivo de las titulaciones españolas con *rating* AA o superior, que en 2010 representaba casi el 90 % del total en circulación, sufrió un brusco ajuste y pasó a suponer apenas el 12 % del total en 2013, a la vez que desaparecieron del mercado las emisiones vivas con *rating* AAA, circunstancia que se mantuvo vigente hasta los años finales de la década (véase gráfico 16).

Saldo nominal vivo de FTA por tipo de *rating* (2010-2020)

GRÁFICO 16



Fuente: AIAF, ESMA y elaboración propia. Datos anuales en miles de millones de euros.

A partir de ese momento, la actividad emisora estuvo condicionada por su utilización como colateral en las operaciones de financiación con el BCE, por lo que las estructuras de las emisiones y los activos que formaban parte de ellas vinieron condicionados en gran medida por los requisitos exigidos por dicho organismo en cuanto a la calificación mínima con la que habían de contar las emisiones destinadas a este fin. Además, la propia actividad del mercado estuvo limitada a titulaciones con grado inversión. Por todo ello, aunque inicialmente el BCE estableció una calificación mínima de AAA para su uso como colateral, pronto fue relajando los requisitos y a mediados de 2012 los situó en BBB. A partir de ese momento, la mayor parte del saldo vivo de las titulaciones (entre el 60 y el 75 %) se situó en tramos con calificación entre A y BBB, porque los emisores conformaron las estructuras de nuevas titulaciones con activos que les permitieran alcanzar este requisito para poderlas destinar al citado fin. Posteriormente, a partir de 2016 la mejora de la situación financiera permitió que progresivamente se fuese reduciendo el saldo vivo de los tramos BBB en beneficio de los tramos superiores y volviesen a resurgir las titulaciones con calificación AAA.

Por otro lado, los tramos más subordinados con peor calificación —los tramos *equity*— se han mantenido durante gran parte del periodo en niveles cercanos a un 15 % e incluso, en los últimos años de la década, se ha observado el aumento de los tramos con mayor riesgo (con *rating* B o inferior) como consecuencia del incremento del

interés de algunos tipos específicos de inversores⁵² por este tipo de activos ante la ausencia de activos rentables alternativos y sin riesgo.

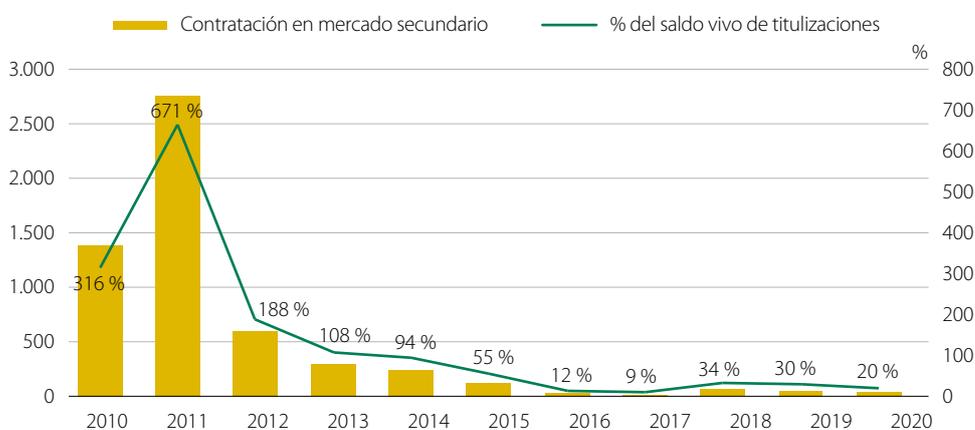
5.3.3 Evolución de la actividad de las emisiones de titulización en el mercado secundario

La actividad de las emisiones de titulización en los mercados secundarios de deuda ha vivido varias etapas: una primera, de gran actividad tras el estallido de la crisis financiera, que dio paso a un periodo de retroceso progresivo del mercado, durante el que fueron desapareciendo gran parte de sus actores y se alcanzaron valores de negociación muy reducidos (el BCE pasó a desempeñar un papel clave como impulsor de mercado de titulaciones); y una última etapa, en los últimos años de la década, en la que el BCE ha seguido manteniendo su hegemonía, pero en la que se ha observado un leve aumento de la actividad y del interés de los inversores en torno al mercado secundario (véase gráfico 17).

En cualquier caso, las cifras de negociación alcanzada en los últimos años en el mercado secundario⁵³ (entre un 20 y un 30 % del saldo de los valores en circulación) son muy reducidas respecto a lo que podrían considerarse los valores estándares del mercado y están distorsionadas por el papel desempeñado por el BCE, que, a su vez, ha incluido las titulaciones en sus programas de compra de activos. Los volúmenes negociados se mantienen, por tanto, muy lejos de un posible estado de normalización y de los registros de actividad observados antes de la crisis.

Actividad en el mercado secundario de FTA (2010-2020)

GRÁFICO 17



Fuente: CNMV. Datos anuales en miles de millones de euros.

52 Como los fondos de inversión especializados en deuda de alto riesgo o *high yield*.

53 Los datos disponibles para los años 2016 y 2017 pueden contener errores e inexactitudes y, por tanto, infraestimar el volumen de negociación en el mercado.

5.4 La actividad de los fondos de titulización STS en España

Desde su lanzamiento a comienzos de 2019, la actividad de los fondos de titulización STS españoles ha ido creciendo paulatinamente tanto en el mercado primario como en el secundario. Un análisis detallado de los datos permite extraer algunos resultados preliminares sobre su comportamiento:

- Las emisiones STS españolas⁵⁴ alcanzaron 27.869 millones hasta la primera mitad de 2021, de los cuales 6.022 y 18.837 millones de euros correspondieron a los ejercicios 2019 y 2020, respectivamente. El importe de estas emisiones representaba el 32 % y el 52 %, respectivamente, de todas las emisiones registradas en la CNMV⁵⁵, lo que refleja su importante crecimiento y el mayor atractivo de las características específicas de este instrumento entre emisores e inversores.
- El número de fondos STS registrados desde su lanzamiento ha sido de 15, estructurados en diferentes tramos, que van desde 2 a 8, aunque la titulización más habitual está formada por 6 o 7 tramos que concentran la mayor parte del importe emitido en los tramos más *senior*. El tamaño de los fondos oscila entre 480 y 14.000 millones de euros, pero su valor medio se sitúa en torno a 1.000 millones.
- Por tipo de activo titulado, la mayor parte de los fondos —un total de 12— corresponden a préstamos al consumo⁵⁶ o destinados a la compra de automóviles, mientras que los restantes corresponden a hipotecas. No obstante, en términos de volumen nominal emitido, en un 46 % de las titulaciones cuentan como subyacente titulado los préstamos al consumo y para la adquisición de automóviles, mientras que un 56 % corresponde a hipotecas.
- Con relación a la calidad de los activos titulados, todas las titulaciones cuentan con una calificación crediticia de, al menos, A o superior (grado inversión) en su tramo más *senior*, cuyo importe emitido es el más elevado, si bien gran parte de ellas disponen de tramos subordinados —o *equity*— calificados como bono especulativo o incluso sin calificar. En términos agregados, el 89 % del volumen emitido cuenta con una calificación crediticia mínima de BBB, que es el importe mínimo exigido por el BCE a los valores utilizados como colateral en sus operaciones de financiación.
- Por tipo de inversores, un 19 % del importe total emitido hasta el año 2020 fue adquirido⁵⁷ en el momento de su emisión por inversores cualificados, mientras que el 81 % restante permaneció en el balance de las entidades que cedieron sus préstamos para titular. Posteriormente, con datos disponibles a finales de 2020, se observa que estas últimas entidades han transmitido parte de los valores que mantenían en sus balances, con lo que se incrementa hasta el 26 % el

54 Según datos de emisiones de titulaciones registradas en la CNMV y que forman parte del registro de titulaciones STS de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA).

55 Los datos preliminares para el primer semestre de 2021 reflejan que el porcentaje de emisiones STS había caído hasta el 28 % del total de emisiones de titulización registradas en la CNMV.

56 Incluidas las tarjetas de crédito.

57 Incluye datos de todas las emisiones de este tipo realizadas hasta el año 2020. Los datos preliminares del primer semestre de 2021 elevan este porcentaje hasta el 27 %.

porcentaje de valores que se encuentran en las carteras de inversores institucionales⁵⁸. Del 74 % restante, en torno al 15 % permanece en el balance de las entidades emisoras y la mayor parte (el 59 %) está en manos del BCE.

- El saldo vivo en circulación se situaba a finales de 2020 en 24.859 millones de euros, un 14 % del total de las emisiones en circulación. Sus cifras de negociación en el mercado secundario, a pesar de su corta historia, parecen mantenerse en línea con las de las titulizaciones comunes, al situarse en los ejercicios 2019 y 2020 entre el 20 y el 25 %, respectivamente, de los valores en circulación. Las titulizaciones STS también se han visto distorsionadas por el papel desempeñado por el BCE en el mercado, por lo que aún es pronto para concluir si sus características intrínsecas los convierten en instrumentos más líquidos que las titulaciones comunes como, *a priori*, podría parecer.

6 Conclusiones

Este artículo repasa los principales problemas identificados en las titulizaciones a raíz de la crisis financiera global y las soluciones adoptadas por los reguladores desde entonces para paliar la mayor parte de ellos. En la esfera internacional, los problemas encontrados más destacados tuvieron que ver con la existencia de conflictos de intereses entre los emisores (originadores) y los inversores, la falta de transparencia de estos productos y, especialmente, su complejidad. Estos factores dieron lugar a un gran declive del mercado internacional de titulizaciones que se extendió a España, si bien en nuestro país la pérdida de interés de los inversores estuvo más relacionada con la incertidumbre existente en torno a la solvencia del sector bancario y la evolución del mercado inmobiliario.

Las reformas adoptadas como consecuencia de la crisis financiera en el ámbito europeo han tenido como resultado el desarrollo de un nuevo marco legal más estricto para la actividad de titulación, orientado a una mayor transparencia, pero sus efectos desde el punto de vista del mercado son todavía limitados. En este sentido, aunque los reguladores han puesto de manifiesto la necesidad de recuperar las titulizaciones como mecanismos de financiación y transmisión del riesgo, aún queda un largo camino por recorrer en este sentido (como lo refleja tanto la caída de los volúmenes emitidos como negociados, que siguen sin recuperarse y son similares a los de principios de la década de los 2000) para ver la efectividad de las nuevas regulaciones. Esta efectividad se ha visto afectada en los últimos años por el papel desempeñado por la política monetaria netamente expansiva llevada a cabo por el BCE, caracterizada por abundantes inyecciones de liquidez tanto al mercado como a los agentes⁵⁹.

58 En el caso de las titulizaciones comunes, el porcentaje de titulaciones en manos de inversores cualificados se reduce a poco más de un 23 %, manteniéndose la mayor parte de la deuda —en torno al 69 %— en el balance de las entidades, puesto que las titulaciones en manos del BCE apenas representan poco más del 8 % del total.

59 Las numerosas inyecciones de liquidez se han llevado a cabo tanto a través de las sucesivas rondas de operaciones de financiación (habitualmente conocidas como LTRO y TLTRO) como de los distintos programas de compras de activos, que han incluido las propias titulizaciones dentro del rango de activos elegibles.

A corto plazo, lo más probable es que la actividad de titulización, tanto en el mercado primario como en el secundario, continúe condicionada por la política monetaria del BCE, que, en estos momentos, trata de paliar los graves efectos que el estallido de la pandemia del coronavirus ha supuesto para la economía europea. A medio plazo, la revitalización de este mercado requiere una mayor proactividad por parte de las entidades financieras. Estas entidades —principales emisores del mercado— deberían destinar a este un mayor número de tramos de las titulizaciones para ir reconstruyendo progresivamente tanto la confianza como la base de inversores, aunque ello suponga costes adicionales en términos de remuneración y de distribución. En este sentido las titulizaciones STS reúnen características adecuadas para contribuir de forma progresiva a la normalización de este mercado como mecanismo para favorecer el crédito a las empresas y a las familias y, por tanto, facilitar la actividad económica.

Referencias bibliográficas

Ashcraft, A., Goldsmith-Pinkham, P. y Vickery, J. (2010). *MBS Rating and the Mortgage Credit Boom*. European Banking Centre, Discussion Paper n.º 2010-24S.

Bar-Isaac, J. y Shapiro, J. (2010), «Ratings quality over the business cycle». *Journal of Financial Economics*, n.º 108, 1, pp. 62-78.

Bubb, R. y Kaufman, A. (2009). *Securitization and moral hazard: evidence from a lender cutoff rule*. Boston Federal Reserve, Public Policy Discussion Paper n.º 09-5. Disponible en: <https://www.bostonfed.org/publications/public-policy-discussion-paper>

Carbó-Valverde, S., Marqués-Ibáñez, D. y Rodríguez Fernández, F. (2011). *Securitization, bank lending and credit quality, the case of Spain*. European Central Bank, Working Paper n.º 1329. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1329.pdf>

Elul, R. (2009). *Securitisations and Mortgage Default: Reputation vs. Adverse Selection*. Federal Reserve Bank of Philadelphia, Working Paper n.º 09-21.

Greenbaum, S.I. y Thakor, J.V. (1987). «Banking funding modes: securitization versus deposits». *Journal of Banking and Finance*, n.º 11, pp. 379-401.

Hull, J.C. (2009). «The credit crunch of 2007: What went wrong? Why? What lessons can be learned?». *Journal of Credit Risk*, 5, 2, pp. 3-18.

Kara, A., Marqués-Ibáñez, D. y Ongena, S. (2010). *Securitization and lending standards: evidence from the wholesale loan market*. European Central Bank, Working Paper n.º 1362. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1362.pdf>

Krainer, J. y Laderman, E. (2009). *Mortgages loan securitization and relative loan performance*. Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper n.º 2009-22. Disponible en: <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/working-papers/2009/22/>

Mathis, J., McAndrews, J. y Rochet, J.C. (2009). «Rating the raters: Are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies?». *Journal of Monetary Economics*, 56, 5, pp. 657-674.

Martín, M.R. (2014). *Análisis de los fondos de titulización españoles: características en el momento de su constitución y comportamiento durante los años de la crisis*. CNMV, Documento de Trabajo n.º 57. Disponible en: DT_57.pdf (cnmv.es)

Martín, M.R. (2011). *La titulización en Europa durante la crisis*. CNMV, Documento de Trabajo n.º 49. Disponible en: DT49_web.pdf (cnmv.es)

Pavel, C. y Phillis, D. (1987). «Why commercial banks sell loans: An empirical analysis». Federal Reserve Bank of Chicago, *Economic Perspectives*, Vol. 11 (2), n.º 3, pp. 3-14. Disponible en: <https://www.chicagofed.org/publications/economic-perspectives/1987/07mayjun1987-part1-pavel>

III Anexo legislativo

Desde la publicación del *Boletín de la CNMV* correspondiente al tercer trimestre de 2021 se han producido las siguientes novedades legislativas:

Normativa nacional

- **Real Decreto-ley 24/2021, de 2 de noviembre**, de transposición de directivas de la Unión Europea en las materias de bonos garantizados, distribución transfronteriza de organismos de inversión colectiva, datos abiertos y reutilización de la información del sector público, ejercicio de derechos de autor y derechos afines aplicables a determinadas transmisiones en línea y a las retransmisiones de programas de radio y televisión, exenciones temporales a determinadas importaciones y suministros, de personas consumidoras y para la promoción de vehículos de transporte por carretera limpios y energéticamente eficientes.

El real decreto-ley, que tiene por objeto la trasposición de diversas directivas de la Unión Europea de distinta índole, se estructura en 7 libros, conformados por 91 artículos, 4 disposiciones adicionales, 4 disposiciones transitorias, 1 disposición derogatoria, 10 disposiciones finales y 1 anexo.

El libro primero de este real decreto-ley tiene por objeto la trasposición de la Directiva (UE) 2019/2162 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la emisión y supervisión pública de bonos garantizados. En el marco de trasposición de la directiva, el real decreto-ley trata de simplificar el régimen jurídico del mercado hipotecario, integrando en su regulación la mayoría de los aspectos previstos en la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario.

Este libro primero se estructura en ocho títulos que incluyen tres grandes áreas regulatorias, como son el establecimiento de unos principios comunes, las especificidades de los distintos tipos de bonos garantizados y la intervención pública a lo largo de la vida de estos. El título I regula el ámbito de aplicación, la terminología usada a lo largo del texto y los tipos de bonos garantizados, denominación esta objeto de reserva, al igual que el tipo de entidad emisora, limitado en general a las entidades de crédito. El título II, por su parte, constituye el eje en la regulación transversal aplicable a todo tipo de bono garantizado. En él se aborda la normativa aplicable a su emisión, buscando la mayor simplicidad en la emisión y la sustitución de una buena parte de las reglas aplicables al resto de emisiones por un mayor grado de control público permanente asociado a estas emisiones. De este modo, se obliga a la entidad emisora a aislar un grupo de activos perfectamente identificados y controlados —el conjunto de cobertura— como activos cuya finalidad será la de servir de plena garantía a las obligaciones de la entidad frente a los tenedores de los bonos a lo largo de la vida de estos, garantía cuya validez se mantiene incluso en un escenario de eventual liquidación o resolución de la entidad de crédito emisora, tal como se establece en el capítulo primero. La importancia del conjunto de cobertura justifica una regulación pormenorizada realizada en el capítulo segundo de los tipos de activos que pueden formar parte de este, así como del registro, que debe permitir a la entidad emisora disponer

de una identificación clara y precisa de los activos concretos que lo forman en cualquier momento.

El real decreto-ley incorpora también la posibilidad de prorrogar automáticamente la estructura de vencimientos del programa de bonos, cuando se produzca alguna de las circunstancias previstas en la ley y así se establezca expresamente en la emisión.

Una de las cuestiones clave que tener en cuenta es la valoración de los activos llamados a servir de cobertura de los bonos emitidos, que se aborda en el capítulo cuarto. En particular, cada activo en garantía debe ser objeto de valoración en el momento que el activo garantizado sea incorporado al conjunto de cobertura, debiendo contar la entidad emisora con políticas y procedimientos de valoración que necesariamente han de cumplir los requisitos normativos establecidos. Los activos físicos en garantía han de ser objeto de actualización continua de su valor, como mecanismo que asegure el mantenimiento permanente del valor del conjunto de cobertura.

Una pieza esencial en la regulación es el régimen de supervisión especialmente intenso al que se someten las emisiones de bonos garantizados, a partir de dos ejes. El primero de ellos viene derivado de la obligación de la entidad emisora de designar un órgano de control del conjunto de cobertura. El segundo eje sobre el que pivota la intervención pública es la supervisión continua realizada por el Banco de España, como autoridad directamente encargada por la ley de la supervisión de los programas de bonos garantizados. Su actividad abarca desde la autorización del órgano de control antes indicado hasta la propia autorización de cada programa de bonos.

El título VII del libro primero regula los efectos del concurso o de la resolución de la entidad emisora. En caso de concurso, el conjunto de cobertura se segregará materialmente del patrimonio de la entidad y formará un patrimonio separado.

Por su parte, el libro segundo de este real decreto-ley introduce las medidas necesarias para la trasposición de la Directiva (UE) 2019/1160 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019, por la que se modifican las Directivas 2009/65/CE y 2011/61/UE en lo que respecta a la distribución transfronteriza de organismos de inversión colectiva.

En primer lugar, se introducen medidas para coordinar las condiciones de los gestores de fondos que operan en el mercado interior, de manera que aquellos que deseen comercializar sus productos financieros en otros Estados miembros deberán notificarlo a las autoridades competentes del Estado miembro de destino.

En segundo lugar, se desarrollan medidas para facilitar la comercialización de organismos de inversión colectiva a inversores de otros Estados miembros, eliminando la exigencia de presencia física local en el Estado miembro de destino, ya que habitualmente se utilizan medios electrónicos o telefónicos.

En tercer lugar, se aclaran las condiciones para el cese de la comercialización de fondos de organismos de inversión colectiva y de fondos alternativos en el

Estado miembro de destino. Se busca equilibrar el interés de gestores e inversores, de forma que la flexibilidad de los primeros para interrumpir la comercialización de un fondo no suponga un coste ni un recorte de las salvaguardias ni del nivel de protección de los segundos.

En cuarto lugar, se introduce una regulación de la precomercialización de los fondos alternativos con el fin de armonizar sus condiciones en todos los Estados miembros. Hasta ahora no existía una definición homogénea de precomercialización y las condiciones bajo las que se permitía variaban, habiendo incluso algunos Estados miembros donde el concepto ni siquiera existía.

Por último, la disposición final décima establece la entrada en vigor del real decreto-ley el día siguiente al de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*, excepto en las regulaciones que a continuación se especifican, entre otras: el libro primero, las disposiciones adicionales primera a tercera y las disposiciones finales primera y cuarta del presente real decreto-ley entrarán en vigor el 8 de julio de 2022.

- **Real Decreto-ley 27/2021, de 23 de noviembre**, por el que se prorrogan determinadas medidas económicas para apoyar la recuperación.

La Comisión Europea acaba de aprobar la sexta adenda al Marco Temporal de Ayudas, prorrogando la vigencia de algunas de las medidas de apoyo a las empresas. Y ello con el doble objetivo de intensificar el proceso de recuperación económica y garantizar la seguridad jurídica de los operadores clarificando el marco normativo, ante medidas cuyo plazo de vigencia terminaba a finales de este año. En este contexto, el presente real decreto-ley establece una serie de disposiciones cuya vigencia se extenderá más allá de diciembre de 2021, con el fin de proporcionar un marco de seguridad jurídica que otorgue estabilidad económica y apoye a las empresas en esta fase de la recuperación. Esto se logrará mediante la extensión del plazo para las ayudas a la liquidez y la solvencia, la exclusión de las pérdidas de 2020 y 2021 a los efectos de la causa de disolución empresarial y la extensión de la moratoria de la obligación de declaración de concurso en el caso de desequilibrios patrimoniales, en tanto se apruebe el nuevo régimen concursal, así como el establecimiento de un marco claro durante 2022 para las inversiones extranjeras directas.

En el artículo cuarto de este real decreto-ley, se modifica la disposición transitoria única del referido Real Decreto-ley 34/2020, de 17 de noviembre, para prorrogar hasta la citada fecha de 31 de diciembre de 2022 el régimen transitorio, por el que el régimen de suspensión de liberalización de determinadas inversiones extranjeras directas regulado en los apartados 2 y 5 del citado artículo 7 bis se aplicará también a las inversiones extranjeras directas sobre empresas cotizadas en España, o sobre empresas no cotizadas si el valor de la inversión supera los 500 millones de euros, realizadas por residentes de otros países de la Unión Europea y de la Asociación Europea de Libre Comercio. A estos efectos, se considerarán sociedades cotizadas en España aquellas cuyas acciones estén, en todo o en parte, admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español y tengan su domicilio social en España.

- **Real Decreto 1041/2021, de 23 de noviembre**, por el que se modifican el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito; y el Real Decreto 1012/2015, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y por el que se modifica el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito.

Este real decreto completa la trasposición de la Directiva (UE) 2019/879 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2019, al ordenamiento jurídico español, para lo que el artículo segundo introduce modificaciones en el Real Decreto 1012/2015, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y por el que se modifica el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito. En concreto se incluyen modificaciones a determinadas disposiciones relacionadas con el patrimonio del Fondo de Garantía de Depósitos, la definición y el alcance de los depósitos garantizados, la información a proporcionar por parte de las entidades de crédito y las pruebas de resistencia.

- **Real Decreto-ley 29/2021, de 21 diciembre**, por el que se adoptan medidas urgentes en el ámbito energético para el fomento de la movilidad eléctrica, el autoconsumo y el despliegue de energías renovables.

El presente real decreto-ley tiene por objeto facilitar la aplicación y el despliegue de las líneas de actuación incluidas en el «Proyecto Estratégico para la Recuperación y Transformación Económica (PERTE) de Energías Renovables, Hidrógeno Renovable y Almacenamiento» aprobado por el Consejo de Ministros con fecha 14 de diciembre de 2021.

Resulta relevante la modificación que la disposición final sexta de este real decreto-ley incorpora en el Real Decreto-ley 24/2021, de 2 de noviembre, de transposición de directivas de la Unión Europea en las materias, entre otras, de bonos garantizados. En primer lugar, se aclara uno de los requisitos que exige el artículo 34 del libro primero de dicho real decreto-ley. Se trata de la exigencia de remisión del folleto de emisión de los bonos garantizados o del folleto de base del programa correspondiente, que se hará en el caso de que la emisión esté sujeta a dichos requisitos conforme a la normativa europea de folletos. En segundo lugar, se ajustan las disposiciones transitorias primera y segunda para aclarar que los instrumentos emitidos antes de la publicación del real decreto-ley se regirán por la Ley 2/1981 y su normativa de desarrollo. En todo caso, estas emisiones y las que se realicen entre la publicación del real decreto-ley y el 8 de julio de 2022 deberán estar plenamente adaptadas al libro primero de dicho real decreto-ley el 8 de julio de 2022. Por último, se coordina la entrada en vigor del libro primero del real decreto-ley y otras disposiciones complementarias con la disposición derogatoria, evitando en todo momento vacíos legales.

Comisión Nacional del Mercado de Valores

- **Circular 2/2021, de 28 de septiembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre requerimientos de información estadística a los fondos del mercado monetario de la Unión Europea.
- **Circular 3/2021, de 28 de septiembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 4/2013, de 12 de junio, que establece los modelos de informe anual de remuneraciones de los consejeros de sociedades anónimas cotizadas y de los miembros del consejo de administración y de la comisión de control de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores; y la Circular 5/2013, de 12 de junio, que establece los modelos de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.
- **Acuerdo de 27 de octubre de 2021**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre delegación de competencias.
- **Resolución de 15 de diciembre de 2021**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica la prórroga del Convenio con la Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, para la financiación de las actividades y cumplimiento de los fines fundacionales.
- **Resolución de 22 de diciembre de 2021**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica el Encargo a la Fábrica Nacional de Moneda y Timbre-Real Casa de la Moneda, para la prestación de servicios, técnicos y de seguridad, aplicables a la certificación y firma electrónica y en el ámbito de la administración electrónica.

Otros

- **Resolución de 29 de noviembre de 2021**, de la Presidencia del FROB, por la que se publica la Adenda de prórroga y modificación del Convenio de colaboración con el Banco de España, en materia de recuperación y resolución de entidades de crédito.
- **Circular 5/2021, de 22 de septiembre**, del Banco de España, por la que se modifica la Circular 2/2016, de 2 de febrero, a las entidades de crédito, sobre supervisión y solvencia, que completa la adaptación del ordenamiento jurídico español a la Directiva 2013/36/UE y al Reglamento (UE) n.º 575/2013.

La circular consta de una norma única, una disposición final y un anejo. La norma única introduce en la Circular 2/2016 el nuevo marco macroprudencial, según lo dispuesto en el artículo segundo del Real Decreto-ley 22/2018, que incorporó una serie de modificaciones en la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, para incluir en el

ordenamiento jurídico de este subsector de entidades financieras las nuevas herramientas macroprudenciales.

- **Circular 6/2021, de 22 de diciembre**, del Banco de España, por la que se modifican la Circular 4/2017, de 27 de noviembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros, y la Circular 4/2019, de 26 de noviembre, a establecimientos financieros de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.

El objetivo es actualizar la Circular 4/2017 y la Circular 4/2019, principalmente en lo referido a los cambios acontecidos en las normas internacionales de información financiera adoptadas en la Unión Europea (NIIF-UE).

Normativa europea (por orden de publicación en el DOUE)

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2021/1751 de la Comisión**, de 1 de octubre de 2021, por el que se establecen normas técnicas de ejecución para la aplicación de la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las plantillas y formatos uniformes para notificar la conclusión de que no es viable incluir el reconocimiento contractual de las competencias de amortización y conversión.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 349 de 04/10/2021, pp. 5-18.

- **Decisión de Ejecución (UE) 2021/1753 de la Comisión**, de 1 de octubre de 2021, sobre la equivalencia de los requisitos de supervisión y regulación de determinados terceros países y territorios a efectos del tratamiento de las exposiciones con arreglo al Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 349 de 04/10/2021, pp. 31-45.

- **Reglamento Delegado (UE) 2021/1783 de la Comisión**, de 2 de julio de 2021, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación que contienen un modelo de acuerdo de cooperación con terceros países.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 359 de 11/10/2021, pp. 1-5.

- **Reglamento Delegado (UE) 2021/1833 de la Comisión**, de 14 de julio de 2021, por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo mediante la especificación de los criterios para determinar cuándo debe considerarse que una actividad es auxiliar de la actividad principal a nivel de grupo.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 372 de 20/10/2021, pp. 1-10.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2021/1847 de la Comisión**, de 14 de octubre de 2021, sobre la designación de un índice sustitutivo normativo para determinadas modalidades del LIBOR CHF.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 374 de 22/10/2021, pp. 1-5.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2021/1848 de la Comisión**, de 21 de octubre de 2021, relativo a la designación de un índice de referencia sustitutivo del índice medio del tipo del euro a un día.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 374 de 22/10/2021, pp. 6-9.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2021/2005 de la Comisión**, de 16 de noviembre de 2021, por el que se establecen normas técnicas de ejecución que modifican el Reglamento de Ejecución (UE) 2016/1799 en lo que respecta a los cuadros de correspondencia que especifican la correspondencia entre las evaluaciones del riesgo de crédito de las agencias externas de calificación crediticia y los niveles de calidad crediticia establecidos en el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 407 de 17/11/2021, pp. 10-17.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2021/2006 de la Comisión**, de 16 de noviembre de 2021, por el que se establecen normas técnicas de ejecución que modifican el Reglamento de Ejecución (UE) 2016/1800 en lo que respecta a la asignación de las evaluaciones de crédito de las agencias de calificación externas a una escala objetiva de grados de calidad crediticia, de conformidad con la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 407 de 17/11/2021, pp. 18-26.

- **Reglamento (UE) 2021/2259 del Parlamento Europeo y del Consejo**, de 15 de diciembre de 2021, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 1286/2014 en lo que respecta a la prórroga de la disposición transitoria aplicable a las sociedades de gestión, las sociedades de inversión y las personas que asesoren sobre participaciones en organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) y no OICVM, o que las vendan.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 455 de 20/12/2021, pp. 1-3.

- **Reglamento (UE) 2021/2260 del Parlamento Europeo y del Consejo**, de 15 de diciembre de 2021, por el que se modifica el Reglamento (UE) 2015/848 sobre procedimientos de insolvencia a fin de sustituir sus anexos A y B.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 455 de 20/12/2021, pp. 4-14.

- **Directiva (UE) 2021/2261 del Parlamento Europeo y del Consejo**, de 15 de diciembre de 2021, por la que se modifica la Directiva 2009/65/CE en lo que respecta a la utilización de los documentos de datos fundamentales por las

sociedades de gestión de organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 455 de 20/12/2021, pp. 15-17.

- **Reglamento Delegado (UE) 2021/2268 de la Comisión**, de 6 de septiembre de 2021, por el que se modifican las normas técnicas de regulación establecidas en el Reglamento Delegado (UE) 2017/653 en lo que respecta a la metodología subyacente y la presentación de los escenarios de rentabilidad, la presentación de los costes y la metodología para el cálculo de los indicadores resumidos de costes, la presentación y el contenido de la información sobre rentabilidad histórica y la presentación de los costes de los productos de inversión minorista empaquetados y productos de inversión basados en seguros (PRIIP) que ofrecen diversas opciones de inversión, así como a la adaptación de la disposición transitoria aplicable a los productores de PRIIP a que se refiere el artículo 32 del Reglamento (UE) n.º 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo que ofrecen participaciones en fondos como opciones de inversión subyacentes a la disposición transitoria ampliada establecida en dicho artículo.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 455 de 20/12/2021, pp. 1-55.

IV Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2019	2020	2021	2020	2021	II	III	IV
				IV	I			
NÚMERO DE EMISORES								
Total	33	28	34	14	10	10	16	8
Ampliaciones de capital	33	28	33	14	10	10	15	8
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	1	1	0	1	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	10	12	14	6	6	3	6	5
De las cuales dividendo elección	9	12	13	6	6	3	6	4
Ampliaciones de capital por conversión	3	2	4	0	0	1	3	0
De contrapartida no monetaria	2	1	4	1	1	1	2	0
Con derecho de suscripción preferente	8	5	4	3	0	2	1	1
Sin negociación de derechos de suscripción	13	9	12	4	3	4	5	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	0	1	0	0	0	1	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	52	40	52	16	10	14	19	9
Ampliaciones de capital	52	40	51	16	10	14	18	9
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	1	1	0	1	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	15	17	20	6	6	3	6	5
De las cuales dividendo elección	14	17	19	6	6	3	6	4
Ampliaciones de capital por conversión	4	2	4	0	0	1	3	0
De contrapartida no monetaria	2	2	5	1	1	1	3	0
Con derecho de suscripción preferente	9	5	4	3	0	2	1	1
Sin negociación de derechos de suscripción	21	13	17	5	3	6	5	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	0	1	0	0	0	1	0
IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)								
Total	9.806,0	10.852,1	17.138,3	3.560,3	2.969,2	8.948,7	4.898,8	321,7
Ampliaciones de capital	9.806,0	10.852,1	14.938,1	3.560,3	2.969,2	8.948,7	2.698,6	321,7
Ofertas públicas de suscripción de valores	10,0	150,1	100,0	150,1	0,0	100,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	1.565,4	1.949,0	1.264,9	375,2	772,5	195,8	131,1	165,5
De las cuales dividendo elección	1.564,1	1.949,0	1.243,6	375,2	772,5	195,8	131,1	144,2
Ampliaciones de capital por conversión	354,9	162,4	109,5	0,0	0,0	68,0	41,4	0,0
De contrapartida no monetaria ²	2.034,2	233,0	3.525,3	220,5	2.079,2	56,0	1.390,1	0,0
Con derecho de suscripción preferente	4.729,8	6.837,2	7.060,4	2.787,7	0,0	7.032,8	6,3	21,2
Sin negociación de derechos de suscripción	1.111,8	1.520,3	2.878,1	26,8	117,5	1.496,0	1.129,6	135,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	0,0	2.200,2	0,0	0,0	0,0	2.200,2	0,0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	1.336,9	1.282,0	5.021,7	799,2	2.396,6	445,0	1.991,7	188,5
Ampliaciones de capital	1.336,9	1.282,0	4.939,4	799,2	2.396,6	445,0	1.909,4	188,5
Ofertas públicas de suscripción de valores	0,5	7,8	5,4	7,8	0,0	5,4	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	307,6	799,6	796,2	375,2	303,9	195,8	131,1	165,3
De las cuales dividendo elección	306,3	799,6	774,9	375,2	303,9	195,8	131,1	144,0
Ampliaciones de capital por conversión	16,6	1,7	46,3	0,0	0,0	23,0	23,3	0,0
De contrapartida no monetaria	401,0	68,0	3.289,0	66,8	2.079,2	56,0	1.153,8	0,0
Con derecho de suscripción preferente	372,1	370,9	98,8	344,5	0,0	72,5	5,1	21,2
Sin negociación de derechos de suscripción	239,1	34,1	703,7	4,8	13,4	92,3	596,1	1,9
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	0,0	82,3	0,0	0,0	0,0	82,3	0,0
Pro memoria: operaciones en BME Growth³								
Número de emisores	12	9	44	3	9	11	26	14
Número de emisiones	17	14	77	3	11	15	32	19
Importe efectivo (millones de euros)	298,3	238,5	2.440,8	174,3	83,2	692,3	1.230,6	434,7
Ampliaciones de capital	298,3	238,5	2.440,8	174,3	83,2	692,3	1.230,6	434,7
De ellas, mediante OPS	229,4	173,5	1.654,2	173,4	0,0	405,5	869,6	379,1
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

	2019	2020	2021	2020	2021	II	III	IV
				IV	I			
Mercado continuo (MC). Total ²	129	126	124	127	127	129	126	124
Empresas extranjeras	7	7	7	7	7	7	7	7
Segundo mercado	3	0	0	0	0	0	0	0
Madrid	1	0	0	0	0	0	0	0
Barcelona	2	0	0	0	0	0	0	0
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros	9	11	10	11	10	10	10	10
Madrid	3	3	3	3	3	3	3	3
Barcelona	5	6	6	6	6	6	6	6
Bilbao	2	2	2	2	2	2	2	2
Valencia	2	2	1	2	1	1	1	1
BME MTF Equity ³	2.709	2.580	2.432	2.580	2.530	2.484	2.458	2.432
Latibex	19	19	19	19	19	19	18	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

	2019	2020	2021	2020	2021	II	III	IV
				IV	I			
Mercado continuo (MC). Total ²	806.064,3	690.101,6	781.805,4	690.101,6	740.998,9	775.240,5	784.104,0	781.805,4
Empresas extranjeras ³	141.671,0	113.478,9	147.214,3	113.478,9	127.137,4	140.652,7	146.598,2	147.214,3
Ibex 35	494.789,4	424.167,3	475.870,0	424.167,3	424.167,3	484.076,2	482.298,0	475.870,0
Segundo mercado	31,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	29,2	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	1.154,2	1.053,6	1.319,3	1.053,6	1.072,1	1.283,7	1.299,5	1.319,3
Madrid	69,8	30,9	23,1	30,9	27,1	27,1	23,1	23,1
Barcelona	1.036,5	956,0	1.258,7	956,0	1.009,5	1.221,1	1.239,4	1.258,7
Bilbao	32,9	20,6	19,2	20,6	21,2	21,2	19,7	19,2
Valencia	80,4	76,0	45,3	76,0	45,3	45,3	45,3	45,3
BME MTF Equity ⁴	44.706,4	43.595,5	48.656,9	43.595,5	44.706,5	46.128,3	47.484,6	48.656,9
Latibex	199.022,2	177.210,3	184.664,1	177.210,3	184.754,0	229.997,7	184.664,1	184.664,1

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 sociedades de inversión de capital variable (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

	2019	2020	2021	2020	2021	II	III	IV
				IV	I			
Mercado continuo (MC). Total ¹	462.378,8	422.786,4	371.032,0	104.900,9	92.325,6	92.862,5	78.833,1	107.010,8
Empresas extranjeras	3.477,8	4.273,8	4.343,6	941,4	1.056,9	1.061,9	1.106,5	1.118,3
Segundo mercado	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	0,0	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	6,2	2,5	7,4	0,5	2,8	2,6	0,4	1,6
Madrid	0,8	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	3,2	2,4	7,4	0,5	2,7	2,6	0,4	1,6
Bilbao	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BME MTF Equity ²	4.014,4	3.929,0	3.536,5	1.322,6	971,2	815,2	639,8	1.110,4
Latibex	136,4	79,5	48,8	9,3	11,2	8,1	7,9	21,7

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

	2019	2020	2021	2020	2021	II	III	IV
				IV	I			
En sesión	450.575,7	405.120,5	353.900,3	101.374,2	89.838,4	88.486,7	75.244,2	100.331,1
Órdenes	258.242,2	278.516,1	235.489,7	65.258,3	65.154,6	55.217,9	54.975,2	60.141,9
Aplicaciones	38.888,0	42.666,5	40.006,0	11.613,4	10.629,0	10.135,9	8.809,5	10.431,7
Bloques	153.445,5	83.938,0	78.404,7	24.502,5	14.054,8	23.132,8	11.459,5	29.757,6
Fuera de hora	3.098,1	4.174,3	4.890,0	937,2	970,0	1.721,1	435,6	1.763,2
Autorizadas	1.706,3	2.001,4	1.213,3	568,8	261,8	379,5	200,9	371,1
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	2.509,5	5.250,9	5.306,1	0,0	0,0	0,0	2.092,0	3.214,0
OPV	634,4	967,8	1.723,2	165,0	105,0	1.618,2	0,0	0,0
Toma de razón	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	3.422,0	3.369,1	2.787,7	1.308,7	747,8	400,5	633,9	1.005,6
Operaciones de cobertura	1.799,4	1.902,4	1.211,5	546,9	402,7	256,6	226,5	325,7

1 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds*).

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas en la CNMV

CUADRO 1.6

	2019	2020	2021	2020	2021	II	III	IV
				IV	I			
NÚMERO DE EMISORES								
Total	39	47	34	25	11	14	13	13
Cédulas hipotecarias	12	14	7	6	3	3	3	2
Cédulas territoriales	2	3	3	0	0	2	0	1
Bonos y obligaciones no convertibles	13	11	11	8	3	3	5	6
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	13	15	12	6	3	4	4	1
Pagarés de empresa	11	11	7	4	1	5	0	1
De titulización	0	0	0	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	11	11	7	4	1	5	0	1
Otras emisiones de renta fija	1	2	1	0	1	0	0	0
Participaciones preferentes	1	2	4	1	1	0	1	2
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	298	244	156	67	46	49	43	18
Cédulas hipotecarias	29	26	16	6	3	4	7	2
Cédulas territoriales	3	6	3	0	0	2	0	1
Bonos y obligaciones no convertibles	205	143	82	34	30	24	21	7
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	48	52	41	22	10	14	14	3
Pagarés de empresa ¹	11	11	7	4	1	5	0	1
De titulización	0	0	0	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	11	11	7	4	1	5	0	1
Otras emisiones de renta fija	1	4	1	0	1	0	0	0
Participaciones preferentes	1	2	6	1	1	0	1	4
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	90.164,5	132.111,3	101.170,7	54.734,5	23.638,4	24.728,1	25.484,7	27.319,5
Cédulas hipotecarias	22.933,0	22.960,0	28.700,0	4.450,0	3.500,0	9.000,0	9.450,0	6.750,0
Cédulas territoriales	1.300,0	9.150,0	5.500,0	0,0	0,0	3.500,0	0,0	2.000,0
Bonos y obligaciones no convertibles	29.605,6	33.412,5	25.256,7	25.955,9	9.669,3	1.505,7	807,4	13.274,4
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	18.740,9	36.281,0	18.375,7	19.962,6	5.030,0	5.673,5	7.184,2	488,0
Pagarés de empresa ²	15.085,0	22.291,6	20.180,0	3.616,0	4.240,8	5.048,9	7.293,2	3.597,1
De titulización	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto de pagarés	15.085,0	22.291,6	20.180,0	3.616,0	4.240,8	5.048,9	7.293,2	3.597,1
Otras emisiones de renta fija	1.500,0	6.266,2	823,3	0,0	823,3	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	1.000,0	1.750,0	2.335,0	750,0	375,0	0,0	750,0	1.210,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	3.213,5	14.312,1	4.599,5	10.915,2	1.022,2	1.208,0	1.805,9	563,4
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

	2019	2020	2021	2020	2021	II	III	IV
				IV	I			
Total	114.034,0	119.230,2	113.205,9	33.443,9	45.044,1	21.415,6	26.630,3	20.115,9
Pagarés	15.036,1	22.293,8	20.190,1	4.951,4	2.902,1	6.335,2	4.763,2	6.189,7
Bonos y obligaciones	45.082,0	20.407,1	37.664,0	2.904,7	33.306,0	906,9	1.316,1	2.135,0
Cédulas hipotecarias	29.375,0	23.058,3	29.020,0	4.350,0	3.600,0	5.000,0	12.670,0	7.750,0
Cédulas territoriales	3.300,0	9.150,0	5.500,0	0,0	0,0	3.500,0	0,0	2.000,0
Bonos de titulización	18.740,9	36.281,0	18.375,7	20.487,8	4.030,0	5.673,5	7.131,0	1.541,2
Participaciones preferentes	1.000,0	1.750,0	1.625,0	750,0	375,0	0,0	750,0	500,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras emisiones de renta fija	1.500,0	6.290,1	831,0	0,0	831,0	0,0	0,0	0,0

1 Solo incluye renta fija privada.

	2019	2020	2021	2020	2021	II	III	IV
				IV	I			
NÚMERO DE EMISORES								
Total	331	321	292	321	316	310	301	292
Renta fija privada	299	289	257	289	282	276	266	257
Pagarés	9	8	40	8	7	8	7	40
Bonos y obligaciones	40	41	39	41	41	39	40	39
Cédulas hipotecarias	35	29	27	29	29	29	29	27
Cédulas territoriales	7	8	6	8	8	7	7	6
Bonos de titulización	227	222	198	222	216	212	202	198
Participaciones preferentes	6	5	5	5	4	4	4	5
Bonos matador	5	5	3	5	5	5	4	3
Deuda pública	32	32	35	32	34	34	35	35
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	13	13	13	13	13	13	13	13
Deuda pública extranjera	10	10	13	10	12	12	13	13
Otra deuda pública	8	8	8	8	8	8	8	8
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	2.775	2.610	2.451	2.610	2.574	2.560	2.492	2.451
Renta fija privada	1.834	1.655	1.465	1.655	1.600	1.579	1.508	1.465
Pagarés	84	53	54	53	26	52	36	54
Bonos y obligaciones	718	589	481	589	573	547	519	481
Cédulas hipotecarias	209	200	183	200	200	191	195	183
Cédulas territoriales	23	22	18	22	22	21	21	18
Bonos de titulización	787	777	715	777	765	754	723	715
Participaciones preferentes	8	9	11	9	9	9	10	11
Bonos matador	5	5	3	5	5	5	4	3
Deuda pública	941	955	986	955	974	981	984	986
Letras del Tesoro	12	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y obligaciones del Estado	236	231	233	231	232	230	227	233
Deuda autonómica	173	167	171	167	164	166	170	171
Deuda pública extranjera	508	533	558	533	554	562	564	558
Otra deuda pública	12	12	12	12	12	11	11	12
SALDO VIVO¹ (millones de euros)								
Total	6.421.003,0	6.297.532,5	6.261.335,6	6.297.532,5	6.439.031,5	6.429.153,0	6.358.591,6	6.261.335,6
Renta fija privada	463.816,1	464.170,7	499.600,4	464.170,7	479.648,0	470.461,5	472.718,8	499.600,4
Pagarés	6.423,1	4.812,4	5.688,6	4.812,4	3.245,0	4.441,2	3.915,7	5.688,6
Bonos y obligaciones	62.477,8	53.696,1	68.584,8	53.696,1	78.185,6	78.173,8	78.850,0	68.584,8
Cédulas hipotecarias	195.719,1	199.054,1	199.681,7	199.054,1	197.648,2	190.799,1	201.689,8	199.681,7
Cédulas territoriales	20.762,3	18.262,3	17.544,0	18.262,3	18.262,3	19.144,0	19.144,0	17.544,0
Bonos de titulización	172.878,9	181.341,0	199.681,7	181.341,0	175.017,1	170.613,5	161.139,6	199.681,7
Participaciones preferentes	5.240,0	6.690,0	8.225,0	6.690,0	6.975,0	6.975,0	7.725,0	8.225,0
Bonos matador	314,8	314,8	194,6	314,8	314,8	314,8	254,7	194,6
Deuda pública	5.957.186,8	5.833.361,8	5.804.721,7	5.833.361,8	5.959.383,5	5.958.691,5	5.885.872,8	5.804.721,7
Letras del Tesoro	68.335,5	79.765,7	79.409,6	79.765,7	82.265,0	77.822,1	76.253,7	79.409,6
Bonos y obligaciones del Estado	937.290,9	1.026.625,5	1.094.574,1	1.026.625,5	1.059.837,2	1.085.130,1	1.096.361,5	1.094.574,1
Deuda autonómica	35.247,6	32.775,5	36.131,2	32.775,5	33.894,9	34.155,4	35.127,5	36.131,2
Deuda pública extranjera	4.914.792,7	4.692.674,9	4.592.786,5	4.692.674,9	4.781.866,2	4.760.263,7	4.676.809,9	4.592.786,5
Otra deuda pública	1.520,2	1.520,2	1.820,2	1.520,2	1.520,2	1.320,2	1.320,2	1.820,2

¹ Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros

	2019	2020	2021	2020	2021	II	III	IV
				IV	I			
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	158.807,2	140.509,4	47.659,3	15.868,7	21.502,7	17.534,7	5.855,1	2.766,8
Renta fija privada	275,2	170,2	174,3	44,5	38,9	49,1	35,5	50,7
Pagarés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones	260,0	169,4	174,3	44,3	38,9	49,1	35,5	50,7
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	13,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	1,4	0,8	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda pública	158.532,0	140.339,2	47.485,0	15.824,2	21.463,8	17.485,6	5.819,6	2.716,1
Letras del Tesoro	25.858,4	27.975,5	5.186,3	4.276,9	2.076,0	1.755,0	1.305,0	50,3
Bonos y obligaciones del Estado	92.592,8	83.478,8	21.997,4	8.283,1	11.484,2	7.996,0	1.491,1	1.026,1
Deuda autonómica	35,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda pública extranjera	40.027,8	28.884,9	20.301,3	3.264,3	7.903,5	7.734,6	3.023,5	1.639,7
Otra deuda pública	18,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	158.807,2	140.509,4	47.659,3	15.868,7	21.502,7	17.534,7	5.855,1	2.766,8
Simple	158.807,2	140.509,4	47.659,3	15.868,7	21.502,7	17.534,7	5.855,1	2.766,8
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

	2019	2020	2021	2020	2021	II	III	IV
				IV	I			
Total	158.792,5	140.495,9	47.564,1	15.867,2	21.492,7	17.484,3	5.829,9	2.757,2
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras	158.792,5	140.495,9	47.564,1	15.867,2	21.492,7	17.484,3	5.829,9	2.757,2
Entidades de crédito	385,5	176,6	278,3	60,7	34,7	43,3	162,8	37,5
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	158.407,0	140.319,3	47.285,8	15.806,5	21.458,0	17.441,1	5.667,0	2.719,7
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

	2019	2020	2021	2020	2021	II	III	IV
				IV	I			
NÚMERO DE EMISORES								
Total	13	11	10	11	11	10	10	10
Emisores privados	5	4	4	4	4	4	4	4
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	5	4	4	4	4	4	4	4
Administraciones públicas ¹	8	7	6	7	7	6	6	6
Comunidades autónomas	2	2	2	2	2	2	2	2
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	54	44	49	44	53	49	48	49
Emisores privados	16	11	11	11	11	11	11	11
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	16	11	11	11	11	11	11	11
Administraciones públicas ¹	38	33	38	33	42	38	37	38
Comunidades autónomas	20	18	26	18	27	26	26	26
SALDO VIVO² (millones de euros)								
Total	7.340,4	6.158,4	8.399,3	6.158,4	8.830,8	8.412,5	8.413,9	8.399,3
Emisores privados	481,1	366,3	319,4	366,3	353,6	341,7	330,5	319,4
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	481,1	366,3	319,4	366,3	353,6	341,7	330,5	319,4
Administraciones públicas ¹	6.859,2	5.792,2	8.079,9	5.792,2	8.477,2	8.070,7	8.083,4	8.079,9
Comunidades autónomas	6.260,7	5.179,3	7.549,3	5.179,3	7.862,8	7.549,3	7.549,3	7.549,3

1 No incluye deuda anotada.

2 Importes nominales.

SENAF. Contratación de deuda pública por modalidad

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros

	2019	2020	2021	2020	2021	II	III	IV
				IV	I			
Total	150.634,0	120.706,0	174.959,0	37.404,0	45.061,0	44.715,0	48.400,0	36.783,0
Simples	150.634,0	120.706,0	174.959,0	37.404,0	45.061,0	44.715,0	48.400,0	36.783,0
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

	2019	2020	2021	2020		2021		
				IV	I	II	III	IV
Sobre deuda	0	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre bono nocal¹	0	0	0	0	0	0	0	0
Sobre Ibex 35 ^{2,3}	6.625.993	6.395.357	5.547.599	1.506.481	1.364.908	1.329.170	1.430.095	1.423.426
Futuro sobre Ibex 35 plus	5.965.905	5.905.782	5.260.568	1.353.344	1.274.216	1.264.040	1.377.802	1.344.510
Futuro mini sobre Ibex 35	145.489	154.351	92.657	31.363	26.918	21.783	21.059	22.896
Futuro micro sobre Ibex 35	0	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	144.831	91.571	45.450	48.302	15.289	11.150	3.793	15.218
Futuro sobre Ibex 35 sectoriales	6	0	0	0	0	0	0	0
Opción <i>call</i> mini	177.369	104.132	69.667	36.792	29.481	17.834	12.332	10.020
Opción <i>put</i> mini	192.393	139.521	79.257	36.680	19.003	14.364	15.109	30.781
Sobre acciones ⁴	32.841.027	30.313.892	25.434.719	8.705.936	7.155.442	6.423.846	6.083.100	5.772.331
Futuros	15.298.027	10.968.411	11.346.047	2.998.200	3.153.650	3.318.301	3.410.227	1.463.869
Futuros sobre dividendos de acciones	758.700	130.055	2.100	56.015	0	0	400	1.700
Futuros sobre dividendos de acciones plus	0	7.752	20.800	3.876	3.956	3.956	8.729	4.159
Opción <i>call</i>	7.405.619	8.564.019	6.131.488	2.073.062	1.989.957	1.444.525	1.066.620	1.630.386
Opción <i>put</i>	9.378.681	10.643.655	7.934.284	3.574.783	2.007.879	1.657.064	1.597.124	2.672.217

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 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

	2019	2020	2021	2020		2021		
				IV	I	II	III	IV
WARRANTS								
Importe de las primas (millones de euros)	1.837,7	1.167,7	2.142,7	494,4	585,3	550,2	496,7	510,4
Sobre acciones	901,4	445,7	792,8	171,6	200,3	220,4	169,3	202,7
Sobre índices	809,3	674,0	1.258,6	299,8	343,7	309,6	315,8	289,5
Otros ¹	127,1	48,1	91,3	22,9	41,3	20,2	11,6	18,2
Número de emisiones	5.496	3.081	4.581	1.008	1.264	1.301	1.006	1.010
Número de emisores	6	5	4	3	3	2	2	2
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre índices	0,0	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	0	0	0	0	0	0	0	0
Número de emisores	0	0	0	0	0	0	0	0

1 Incluye los siguientes subyacentes: cestas de valores, tipos de cambio, tipos de interés y materias primas.

	2019	2020	2021	2020	2021	II	III	IV ¹
				IV	I			
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	291,6	319,7	289,2	80,0	74,9	71,4	66,5	76,3
Sobre acciones nacionales	81,1	121,1	123,3	42,6	43,9	36,2	20,4	22,7
Sobre acciones extranjeras	19,7	26,0	18,2	4,6	4,9	4,0	3,8	5,6
Sobre índices	186,6	161,7	143,4	29,1	24,2	30,5	41,4	47,3
Otros ²	3,7	10,9	4,3	3,6	1,9	0,7	0,9	0,8
Número de emisiones ³	3.605,0	3.785,0	3.249,0	811	878	811	781	779
Número de emisores ³	8	7	4	4	4	4	4	4
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones ³	2	1	1	1	1	0	0	0
Número de emisores ³	1	1	1	1	1	0	0	0
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.718,8	2.548,1	1.549,0	621,6	400,5	345,3	404,5	398,7
Número de fondos	6	5	5	5	5	5	5	5
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	229,2	241,5	259,8	241,4	259,4	270,8	267,1	259,8

1 Datos al final del trimestre, excepto el patrimonio de ETF, que se refiere a 30 de noviembre.

2 Incluye los siguientes subyacentes: cestas de valores, tipos de cambio, tipos de interés y materias primas.

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

4 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	II	III	IV
				IV	I			
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	39	39	38	38	36	34	33	33
Sucursales en España	25	19	14	14	14	13	13	13
Agentes operantes en España	2.027	1.944	1.407	1.407	1.367	1.344	1.336	1.359
Sucursales en el EEE ¹	9	9	8	8	8	7	4	4
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	24	25	25	25	23	21	20	20
Pasaportes para operar en el EEE ^{1, 2}	172	205	205	205	175	170	153	161
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	52	56	57	57	60	58	59	58
Sucursales en España	21	23	24	24	24	22	22	21
Agentes operantes en España	414	361	353	353	331	339	375	729
Sucursales en el EEE ¹	2	1	0	0	0	0	4	4
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	25	24	30	30	32	29	30	30
Pasaportes para operar en el EEE ^{1, 2}	150	144	205	205	213	196	198	200
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	1	1	1	1	1	1	1	0
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO								
Entidades nacionales	158	140	140	140	139	142	141	140
Sucursales en España	21	22	23	23	21	21	21	21
Sucursales en el EEE ¹	2	2	2	2	1	1	1	1
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	29	29	27	27	27	28	27	26
Pasaportes para operar en el EEE ^{1, 2}	51	51	47	47	49	55	54	49
ENTIDADES DE CRÉDITO³								
Entidades nacionales	114	112	110	110	110	110	110	109

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	II	III	IV
				IV	I			
Total	3.474	3.567	3.617	3.617	1.333	1.345	1.364	1.369
Empresas de servicios de inversión								
Comunitarias	2.999	3.085	3.128	3.128	922	932	946	947
Con sucursal	61	65	66	66	41	41	42	41
En libre prestación de servicios	2.938	3.020	3.062	3.062	881	891	904	906
Extracomunitarias	3	3	3	3	5	5	5	5
Con sucursal	0	0	0	0	2	2	2	2
En libre prestación de servicios	3	3	3	3	3	3	3	3
Entidades de crédito ¹								
Comunitarias	466	473	480	480	401	403	408	412
Con sucursal	53	54	50	50	51	50	52	52
En libre prestación de servicios	413	419	430	430	350	353	356	360
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	6	6	6	6	5	5	5	5
Con sucursal	3	3	4	4	3	3	3	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	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
RENDA FIJA								
Total	3.082.789,5	3.222.363,2	3.782.640,8	812.220,5	744.236,9	883.875,4	757.396,9	472.152,2
Sociedades de valores	2.184.921,9	2.263.416,4	3.345.439,9	809.770,1	741.972,5	880.812,8	755.486,3	470.699,2
Mercados organizados nacionales	855.948,9	909.992,9	1.261.885,8	335.918,7	414.745,3	415.199,3	338.861,7	250.039,0
Otros mercados nacionales	1.111.231,9	1.012.359,1	1.721.922,5	386.420,7	246.211,8	309.058,9	280.240,9	134.635,1
Mercados extranjeros	217.741,1	341.064,4	361.631,6	87.430,7	81.015,4	156.554,6	136.383,7	86.025,1
Agencias de valores	897.867,6	958.946,8	437.200,9	2.450,4	2.264,4	3.062,6	1.910,6	1.453,0
Mercados organizados nacionales	6.237,8	17.314,9	1.229,4	63,8	157,1	313,0	217,0	160,0
Otros mercados nacionales	702.731,7	803.742,9	405.199,7	15,5	16,6	17,5	19,5	10,4
Mercados extranjeros	188.898,1	137.889,0	30.771,8	2.371,1	2.090,7	2.732,1	1.674,1	1.282,6
RENDA VARIABLE								
Total	630.896,1	1.213.388,9	1.816.691,4	399.610,5	423.633,8	587.035,0	438.252,0	135.727,2
Sociedades de valores	600.442,4	1.194.473,3	1.793.180,4	395.365,0	417.973,8	581.477,9	432.767,3	131.370,6
Mercados organizados nacionales	525.648,7	329.666,8	261.188,7	61.868,9	38.336,4	35.850,3	22.207,0	6.346,7
Otros mercados nacionales	839,1	1.771,0	5.938,7	1.358,8	1.791,1	3.232,7	1.774,8	1.055,1
Mercados extranjeros	73.954,6	863.035,5	1.526.053,0	332.137,3	377.846,3	542.394,9	408.785,5	123.968,8
Agencias de valores	30.453,7	18.915,6	23.511,0	4.245,5	5.660,0	5.557,1	5.484,7	4.356,6
Mercados organizados nacionales	6.462,5	7.712,5	7.137,8	1.157,4	1.843,1	1.752,1	1.734,4	1.155,7
Otros mercados nacionales	1.328,5	1.006,8	1.094,9	204,5	261,6	298,9	498,5	404,4
Mercados extranjeros	22.662,7	10.196,3	15.278,3	2.883,6	3.555,3	3.506,1	3.251,8	2.796,5

1 Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
Total	10.308.915,0	10.807.586,8	11.557.923,7	2.778.782,7	3.798.892,3	2.662.237,6	2.441.759,7	2.182.511,2
Sociedades de valores	10.065.090,4	10.523.995,1	11.261.186,5	2.737.831,0	3.710.600,1	2.578.484,5	2.410.453,9	2.173.689,4
Mercados organizados nacionales	5.457.270,1	5.058.147,9	3.839.450,0	1.028.024,7	1.028.274,7	1.008.973,3	1.147.718,4	1.081.941,0
Mercados organizados extranjeros	3.927.718,5	4.160.941,8	5.884.599,5	1.432.002,8	2.074.662,4	1.153.439,5	997.145,4	917.068,7
Mercados no organizados	680.101,8	1.304.905,4	1.537.137,0	277.803,5	607.663,0	416.071,7	265.590,1	174.679,7
Agencias de valores	243.824,6	283.591,7	296.737,2	40.951,7	88.292,2	83.753,1	31.305,8	8.821,8
Mercados organizados nacionales	30.836,1	29.601,4	12.975,9	2.770,0	3.903,5	3.781,9	2.340,5	672,8
Mercados organizados extranjeros	105.915,8	116.038,0	195.686,4	37.982,9	81.723,0	79.914,9	27.800,9	7.987,5
Mercados no organizados	107.072,7	137.952,3	88.074,9	198,8	2.665,7	56,3	1.164,4	161,5

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	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
NÚMERO DE CARTERAS								
Total ²	16.172	25.389	44.983	41.911	44.983	53.783	65.053	75.875
Sociedades de valores. Total	3.807	3.219	3.585	3.491	3.585	4.265	8.968	13.246
IIC ³	37	40	42	35	42	40	40	38
Otras ⁴	3.770	3.179	3.543	3.456	3.543	4.225	8.928	13.208
Agencias de valores. Total	12.364	22.169	41.397	38.420	41.397	49.518	56.085	62.629
IIC ³	83	79	82	81	82	69	66	65
Otras ⁴	12.281	22.090	41.315	38.339	41.315	49.449	56.019	62.564
Sociedades gestoras de cartera ² . Total	1	1	1	-	1	-	-	-
IIC ³	1	1	1	-	1	-	-	-
Otras ⁴	0	0	0	-	0	-	-	-
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)								
Total ²	4.854.719	4.946.670	6.119.284	5.607.558	6.119.284	6.132.979	6.776.795	7.230.753
Sociedades de valores. Total	2.216.956	2.266.997	2.687.786	2.527.115	2.687.786	2.146.038	2.393.001	2.551.997
IIC ³	838.379	1.059.718	1.280.966	1.091.841	1.280.966	590.333	586.695	598.536
Otras ⁴	1.378.577	1.207.279	1.406.820	1.435.274	1.406.820	1.555.705	1.806.306	1.953.461
Agencias de valores. Total	2.619.297	2.658.674	3.410.772	3.080.443	3.410.772	3.986.941	4.383.794	4.678.756
IIC ³	1.295.580	1.346.615	1.256.276	1.024.130	1.256.276	1.063.010	1.081.072	1.096.336
Otras ⁴	1.323.717	1.312.059	2.154.496	2.056.313	2.154.496	2.923.931	3.302.722	3.582.420
Sociedades gestoras de cartera ² . Total	18.466	20.999	20.726	-	20.726	-	-	-
IIC ³	18.466	20.999	20.726	-	20.726	-	-	-
Otras ⁴	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 instituciones de inversión colectiva (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	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
NÚMERO DE CONTRATOS								
Total ESI (excepto EAF ³)	23.149	26.561	31.169	30.732	31.169	30.765	31.626	32.296
Sociedades de valores. Total	5.241	6.163	8.721	8.553	8.721	9.126	9.349	9.537
Clientes minoristas	5.211	6.115	8.670	8.500	8.670	9.074	9.297	9.481
Clientes profesionales	21	31	45	47	45	46	46	50
Contrapartes elegibles	9	17	6	6	6	6	6	6
Agencias de valores. Total	17.908	20.398	22.448	22.179	22.448	21.639	22.277	22.759
Clientes minoristas	17.654	20.125	22.128	21.878	22.128	21.390	22.034	22.515
Clientes profesionales	199	229	282	258	282	207	201	203
Contrapartes elegibles	55	44	38	43	38	42	42	41
Sociedades gestoras de cartera ³ . Total	0	0	0	-	0	-	-	-
Clientes minoristas	0	0	0	-	0	-	-	-
Clientes profesionales	0	0	0	-	0	-	-	-
Contrapartes elegibles	0	0	0	-	0	-	-	-
Pro memoria: comisiones percibidas por asesoramiento financiero⁴ (miles de euros)								
Total ESI (excepto EAF ³)	35.287	37.583	39.803	21.650	39.803	7.270	12.672	19.595
Sociedades de valores	9.562	23.400	5.813	4.098	5.813	1.267	2.764	4.315
Agencias de valores	25.725	14.183	33.990	17.552	33.990	6.003	9.908	15.280
Sociedades gestoras de cartera ³	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			
				IV	I	II	III	IV ²
I. Margen de intereses	73.969	38.125	35.957	35.957	-856	9.586	23.451	35.780
II. Comisiones netas	296.037	279.650	310.868	310.868	97.775	177.191	218.104	232.132
Comisiones percibidas	414.595	427.813	525.812	525.812	158.537	320.279	406.485	429.327
Tramitación y ejecución de órdenes	160.320	164.606	254.307	254.307	67.188	124.513	145.125	151.540
Colocación y aseguramiento de emisiones	11.090	8.849	5.279	5.279	26.843	70.129	83.778	84.207
Depósito y anotación de valores	42.958	42.643	39.260	39.260	9.107	18.384	27.534	30.086
Gestión de carteras	13.505	15.102	13.128	13.128	3.281	6.577	10.248	11.526
Diseño y asesoramiento	21.135	34.751	16.282	16.282	3.503	8.257	13.238	15.528
Búsqueda y colocación de paquetes	543	1.302	1.960	1.960	572	1.497	3.090	3.094
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	55.483	53.506	50.985	50.985	14.902	30.969	46.730	53.473
Otras	109.561	107.055	144.611	144.611	33.140	59.954	76.741	79.872
Comisiones satisfechas	118.558	148.163	214.944	214.944	60.762	143.088	188.381	197.195
III. Resultado de inversiones financieras	27.088	29.452	97.113	97.113	7.818	23.639	25.906	28.637
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	16.614	29.066	91.278	91.278	13.273	30.168	33.957	34.266
V. Margen bruto	413.708	376.293	535.216	535.216	118.010	240.585	301.418	330.816
VI. Resultado de explotación	85.837	55.978	124.993	124.993	28.472	67.511	65.910	79.510
VII. Resultado de actividades continuadas	91.771	54.528	102.928	102.928	35.277	67.780	69.599	83.154
VIII. Resultado neto del ejercicio	91.771	54.528	102.928	102.928	35.277	67.780	69.599	83.154

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: octubre de 2021.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

 Miles de euros¹

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
TOTAL								
Total	114.751	101.039	221.894	169.792	221.894	20.128	61.827	81.777
Activos monetarios y deuda pública	11.193	2.625	23.229	20.480	23.229	72	3.870	3.271
Otros valores de renta fija	11.842	27.811	18.457	7.299	18.457	6.338	11.010	14.438
Cartera interior	8.304	13.186	11.796	9.259	11.796	1.835	2.101	3.354
Cartera exterior	3.538	14.625	6.661	-1.960	6.661	4.503	8.909	11.084
Renta variable	10.844	8.009	21.860	23.890	21.860	1.458	5.920	5.097
Cartera interior	9.901	7.006	22.859	24.124	22.859	767	3.847	4.359
Cartera exterior	943	1.003	-999	-234	-999	691	2.073	738
Derivados	-1.167	-3.873	28.367	20.882	28.367	3.713	-18.759	-20.864
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-107	-3.492	-6.851	-4.883	-6.851	-2.234	-4.281	-6.470
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios financieros	3.884	1.084	-6.207	-4.582	-6.207	606	202	2.139
Diferencias de cambio netas	283	118	-981	-563	-981	284	281	585
Otros productos y cargas de explotación	16.330	28.949	92.259	63.512	92.259	12.990	29.888	33.372
Otras operaciones	61.649	39.808	51.761	43.757	51.761	-3.099	33.696	50.209
MARGEN DE INTERESES								
Total	73.968	38.127	35.957	24.501	35.957	-854	9.585	23.449
Activos monetarios y deuda pública	2.036	1.027	922	441	922	173	469	643
Otros valores de renta fija	1.300	3.319	1.347	1.051	1.347	417	633	749
Cartera interior	124	734	556	479	556	70	152	179
Cartera exterior	1.176	2.585	791	572	791	347	481	570
Renta variable	3.673	2.767	962	927	962	194	513	798
Cartera interior	2.892	2.456	766	709	766	121	263	470
Cartera exterior	781	311	196	218	196	73	250	328
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-107	-3.492	-6.851	-4.883	-6.851	-2.234	-4.281	-6.470
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios financieros	3.884	1.084	-6.207	-4.582	-6.207	606	202	2.139
Otras operaciones	63.182	33.422	45.784	31.547	45.784	-10	12.049	25.590
INVERSIONES FINANCIERAS								
Total	27.088	29.451	97.113	81.647	97.113	7.820	23.638	25.905
Activos monetarios y deuda pública	9.157	1.598	22.307	20.039	22.307	-101	3.401	2.628
Otros valores de renta fija	10.542	24.492	17.110	6.248	17.110	5.921	10.377	13.689
Cartera interior	8.180	12.452	11.240	8.780	11.240	1.765	1.949	3.175
Cartera exterior	2.362	12.040	5.870	-2.532	5.870	4.156	8.428	10.514
Renta variable	7.171	5.242	20.898	22.963	20.898	1.264	5.407	4.299
Cartera interior	7.009	4.550	22.093	23.415	22.093	646	3.584	3.889
Cartera exterior	162	692	-1.195	-452	-1.195	618	1.823	410
Derivados	-1.167	-3.873	28.367	20.882	28.367	3.713	-18.759	-20.864
Otras operaciones	1.385	1.992	8.431	11.515	8.431	-2.977	23.212	26.153
DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS								
Total	13.695	33.461	88.824	63.644	88.824	13.162	28.604	32.423
Diferencias de cambio netas	283	118	-981	-563	-981	284	281	585
Otros productos y cargas de explotación	16.330	28.949	92.259	63.512	92.259	12.990	29.888	33.372
Otras operaciones	-2.918	4.394	-2.454	695	-2.454	-112	-1.565	-1.534

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	II	III	IV ²
				IV	I			
I. Margen de intereses	1.583	1.252	932	932	111	75	216	226
II. Comisiones netas	135.782	130.293	143.162	143.162	40.147	76.041	114.528	125.875
Comisiones percibidas	156.624	150.842	165.094	165.094	45.864	87.169	131.945	145.617
Tramitación y ejecución de órdenes	20.018	23.194	22.035	22.035	4.708	8.087	10.824	11.734
Colocación y aseguramiento de emisiones	1.120	580	2.157	2.157	137	601	1.584	1.604
Depósito y anotación de valores	824	879	754	754	150	286	361	388
Gestión de carteras	15.412	14.890	14.554	14.554	4.572	9.371	14.648	16.400
Diseño y asesoramiento	26.446	14.426	34.128	34.128	6.072	10.079	15.480	17.086
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	418	562	563
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	63.821	62.866	62.134	62.134	20.157	42.114	63.214	71.296
Otras	28.983	34.008	29.331	29.331	10.067	16.216	25.273	26.546
Comisiones satisfechas	20.842	20.549	21.932	21.932	5.717	11.128	17.417	19.742
III. Resultado de inversiones financieras	-51	910	-5.562	-5.562	130	464	478	632
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-279	1.194	-968	-968	-1.180	-1.872	-2.809	-3.066
V. Margen bruto	137.035	133.648	137.564	137.564	39.208	74.708	112.414	123.666
VI. Resultado de explotación	12.031	9.284	3.339	3.339	10.132	15.169	21.604	22.358
VII. Resultado de actividades continuadas	7.459	6.163	2.836	2.836	9.663	13.675	19.338	20.009
VIII. Resultado neto del ejercicio	7.459	6.163	2.836	2.836	9.663	13.675	19.338	20.009

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: octubre 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	2020		2021		
				III	IV	I	II ²	III ²
TOTAL³								
Ratio de capital total ⁴	42,36	46,92	30,21	35,49	30,21	25,07	-	-
Exceso de recursos propios (miles de euros)	915.383	1.165.707	1.026.935	1.117.882	1.026.935	945.629	-	-
% exceso ⁵	429,49	486,52	277,59	343,63	277,59	213,41	-	-
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	20	23	26	23	26	29	-	-
> 100-≤ 300 %	29	31	30	29	30	22	-	-
> 300-≤ 500 %	10	10	12	11	12	11	-	-
> 500 %	15	13	10	14	10	13	-	-
SOCIEDADES DE VALORES								
Ratio de capital total ⁴	45,16	49,63	30,81	36,83	30,81	25,10	-	-
Exceso de recursos propios (miles de euros)	874.235	1.118.273	960.720	1.052.796	960.720	876.847	-	-
% exceso ⁵	464,51	520,42	285,14	360,35	285,14	213,73	-	-
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	7	7	9	8	9	9	-	-
> 100-≤ 300 %	10	14	11	13	11	11	-	-
> 300-≤ 500 %	7	4	8	4	8	6	-	-
> 500 %	14	11	8	12	8	8	-	-
AGENCIAS DE VALORES								
Ratio de capital total ⁴	21,17	23,34	24,06	23,71	24,06	24,76	-	-
Exceso de recursos propios (miles de euros)	40.952	47.249	66.051	65.086	66.051	68.782	-	-
% exceso ⁵	164,84	191,77	200,79	196,32	200,79	209,47	-	-
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	13	16	17	15	17	20	-	-
> 100-≤ 300 %	18	16	18	16	18	11	-	-
> 300-≤ 500 %	3	6	4	7	4	5	-	-
> 500 %	1	2	2	2	2	5	-	-
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA³								
Ratio de capital total ⁴	29,68	25,72	22,15	-	22,15	-	-	-
Exceso de recursos propios (miles de euros)	196	185	164	-	164	-	-	-
% exceso ⁵	272,22	221,50	176,82	-	176,82	-	-	-
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	0	0	0	-	0	-	-	-
> 100-≤ 300 %	1	1	1	-	1	-	-	-
> 300-≤ 500 %	0	0	0	-	0	-	-	-
> 500 %	0	0	0	-	0	-	-	-

- 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.
- A partir del segundo trimestre de 2021 los datos no están disponibles debido a los cambios normativos introducidos por el Reglamento (UE) 2019/2033 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativo a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión; y de la Directiva (UE) 2019/2034 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativa a la supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión.
- 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.
- 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.
- 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	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
TOTAL²								
Media ³ (%)	12,27	9,23	18,71	19,58	18,71	13,09	20,95	11,79
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	40	32	33	42	33	31	30	33
0-≤ 15 %	22	22	15	10	15	18	19	16
> 15-≤ 45 %	10	19	20	18	20	12	13	15
> 45-≤ 75 %	6	7	9	6	9	13	12	7
> 75 %	14	12	15	17	15	17	17	20
SOCIEDADES DE VALORES								
Media ³ (%)	12,16	8,87	19,72	21,16	19,72	9,44	19,74	9,18
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	18	13	12	20	12	15	10	14
0-≤ 15 %	12	13	6	2	6	8	10	8
> 15-≤ 45 %	5	7	9	9	9	6	8	7
> 45-≤ 75 %	2	1	6	2	6	3	4	2
> 75 %	2	2	2	4	2	2	1	1
AGENCIAS DE VALORES								
Media ³ (%)	13,24	12,05	12,48	9,37	12,48	35,76	28,08	23,92
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	21	19	20	22	20	16	20	19
0-≤ 15 %	10	9	9	8	9	10	9	8
> 15-≤ 45 %	5	11	11	9	11	6	5	8
> 45-≤ 75 %	4	6	3	4	3	10	8	5
> 75 %	12	10	13	13	13	15	16	19
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA²								
Media ³ (%)	-0,84	19,74	-6,51	-	-6,51	-	-	-
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	1	0	1	-	1	-	-	-
0-≤ 15 %	0	0	0	-	0	-	-	-
> 15-≤ 45 %	0	1	0	-	0	-	-	-
> 45-≤ 75 %	0	0	0	-	0	-	-	-
> 75 %	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 empresas de asesoramiento financiero (EAF) 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	II	III	IV ¹
				IV	I			
Total IIC de carácter financiero	4.386	4.233	4.018	4.018	3.970	3.901	3.859	3.826
Fondos de inversión	1.617	1.595	1.515	1.515	1.506	1.487	1.469	1.457
Sociedades de inversión	2.713	2.569	2.427	2.427	2.383	2.334	2.307	2.285
IIC de IIC de inversión libre	7	7	7	7	8	9	10	10
IIC de inversión libre	49	62	69	69	73	71	73	74
Total IIC inmobiliarias	7	5	5	5	4	4	4	4
Fondos de inversión inmobiliaria	3	2	2	2	2	2	2	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	4	3	3	3	2	2	2	2
Total IIC extranjeras comercializadas en España	1.024	1.033	1.048	1.048	1.046	1.058	1.068	1.072
Fondos extranjeros comercializados en España	429	399	407	407	421	423	424	417
Sociedades extranjeras comercializadas en España	595	634	641	641	625	635	644	655
SGIIC	119	123	123	123	122	125	124	124
Depositarias IIC	37	36	35	35	35	34	33	33

1 Datos disponibles: noviembre de 2021.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2018	2019	2020	2020	2021	II	III	IV ¹
				IV	I			
Total IIC de carácter financiero ²	11.627.118	12.132.581	13.015.104	13.015.104	13.932.921	14.666.536	15.121.845	15.261.195
Fondos de inversión	11.213.482	11.734.029	12.654.439	12.654.439	13.581.009	14.319.397	14.777.155	14.918.883
Sociedades de inversión	413.636	398.552	360.665	360.665	351.912	347.139	344.690	342.312
Total IIC inmobiliarias ²	905	799	798	798	690	688	690	690
Fondos de inversión inmobiliaria	483	483	483	483	483	483	482	482
Sociedades de inversión inmobiliaria	422	316	315	315	207	205	208	208
Total IIC extranjeras comercializadas en España ³	3.172.682	3.361.901	4.312.340	4.312.340	4.865.192	5.231.449	5.609.293	–
Fondos extranjeros comercializados en España	547.517	521.648	592.053	592.053	635.555	697.470	723.358	–
Sociedades extranjeras comercializadas en España	2.625.165	2.840.253	3.720.287	3.720.287	4.229.637	4.533.979	4.885.935	–

1 Datos disponibles: octubre de 2021.

2 Los datos de partícipes/accionistas se indican a nivel de instituciones de inversión colectiva (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 instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS). A partir de I-2018 los datos se estiman con la información recibida hasta el momento.

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		
				IV	I	II	III	IV ¹
Total IIC de carácter financiero	286.930,9	308.170,1	306.654,5	306.654,5	320.524,3	337.338,4	343.722,2	349.906,5
Fondos de inversión ²	259.095,0	279.377,4	279.694,5	279.694,5	292.865,2	309.047,2	315.632,6	321.324,6
Sociedades de inversión	27.835,9	28.792,7	26.960,0	26.960,0	27.659,1	28.291,2	28.089,6	28.582,0
Total IIC inmobiliarias	1.058,2	1.072,9	1.218,0	1.218,0	1.201,0	1.201,3	1.221,5	1.227,3
Fondos de inversión inmobiliaria	309,4	309,4	310,8	310,8	311,0	311,1	311,0	311,1
Sociedades de inversión inmobiliaria	748,8	763,5	907,1	907,1	890,0	890,2	910,5	916,3
Total IIC extranjeras comercializadas en España ³	162.701,9	178.841,5	199.419,3	199.419,3	219.851,3	249.927,6	261.733,8	-
Fondos extranjeros comercializados en España	34.237,1	30.843,4	27.355,5	27.355,5	27.861,7	32.797,0	34.459,8	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	128.464,9	147.998,1	172.063,8	172.063,8	191.989,7	217.130,6	227.274,0	-

1 Datos disponibles: octubre 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 septiembre de 2021, del orden de 12.193,9 millones de euros.

3 Solo incluye los datos de las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS). A partir de I-2018 los datos se estiman con la información recibida hasta el momento.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión

CUADRO 3.4

Millones de euros

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
Patrimonio	259.095,0	279.377,4	279.694,5	267.084,6	279.694,5	292.865,2	309.047,2	315.632,6
Cartera de inversiones financieras	241.016,2	256.750,7	256.257,2	244.025,4	256.257,2	268.778,4	282.168,2	288.531,1
Cartera interior	74.486,1	66.520,4	54.587,8	53.561,9	54.587,8	54.198,1	55.270,4	56.360,1
Valores representativos de deuda	50.537,5	44.637,7	38.394,5	38.418,7	38.394,5	37.044,9	34.519,9	34.914,9
Instrumentos de patrimonio	10.868,4	9.047,9	6.185,3	5.283,9	6.185,3	6.584,2	6.863,3	6.833,9
Instituciones de inversión colectiva	6.984,9	8.581,9	8.511,0	8.081,5	8.511,0	8.994,8	12.322,3	13.050,0
Depósitos en EE. CC.	5.854,8	4.004,8	1.341,5	1.645,0	1.341,5	1.370,0	1.364,6	1.349,0
Derivados	235,4	243,2	140,9	120,7	140,9	190,3	177,1	174,8
Otros	5,2	4,9	14,6	12,1	14,6	13,9	23,3	37,5
Cartera exterior	166.522,5	190.224,5	201.664,8	190.459,0	201.664,8	214.574,7	226.894,2	232.167,3
Valores representativos de deuda	74.079,1	83.817,5	86.151,5	86.819,1	86.151,5	89.938,7	92.596,8	92.917,5
Instrumentos de patrimonio	26.660,8	33.115,9	33.886,1	30.293,6	33.886,1	36.866,7	41.191,2	42.944,2
Instituciones de inversión colectiva	65.624,3	73.054,4	81.358,2	73.159,4	81.358,2	87.482,1	92.971,0	96.006,2
Depósitos en EE. CC.	21,1	4,5	0,1	9,7	0,1	0,0	0,0	0,0
Derivados	136,0	231,3	268,0	176,4	268,0	286,4	121,4	282,9
Otros	1,2	0,9	0,8	0,9	0,8	0,8	13,9	16,5
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	7,6	5,8	4,6	4,5	4,6	5,6	3,6	3,8
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	22.203,0	21.373,8	22.203,0	22.725,1	25.490,7	25.805,1
Neto deudores/acreedores	1.181,7	891,6	1.234,3	1.685,4	1.234,3	1.361,6	1.388,3	1.296,4

Distribución del patrimonio social de las sociedades de inversión de carácter financiero

CUADRO 3.5

Millones de euros

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
Patrimonio	27.835,9	28.792,7	26.960,0	26.074,7	26.960,0	27.659,1	28.291,2	28.089,6
Cartera de inversiones financieras	24.840,8	25.940,3	24.548,9	23.439,5	24.548,9	25.088,5	25.598,8	25.317,6
Cartera interior	5.031,5	4.588,3	3.419,9	3.293,7	3.419,9	3.490,9	3.517,6	3.460,0
Valores representativos de deuda	1.433,8	1.217,1	734,3	878,1	734,3	655,2	619,3	630,9
Instrumentos de patrimonio	2.193,7	1.982,8	1.601,2	1.381,3	1.601,2	1.690,4	1.714,8	1.636,2
Instituciones de inversión colectiva	1.193,8	1.232,2	967,7	921,8	967,7	1.039,0	1.089,2	1.092,5
Depósitos en EE. CC.	164,3	98,6	47,7	57,9	47,7	35,3	27,8	30,6
Derivados	-0,2	0,8	3,2	-4,0	3,2	4,7	-0,6	1,4
Otros	46,2	56,8	65,9	58,7	65,9	66,2	67,1	68,4
Cartera exterior	19.803,8	21.348,2	21.125,7	20.142,4	21.125,7	21.594,6	22.078,8	21.855,4
Valores representativos de deuda	4.241,6	4.617,7	3.243,8	3.860,2	3.243,8	2.909,1	2.852,4	2.822,6
Instrumentos de patrimonio	5.979,1	6.133,8	6.548,1	5.915,0	6.548,1	6.940,2	7.150,3	6.943,3
Instituciones de inversión colectiva	9.540,9	10.549,0	11.297,4	10.315,4	11.297,4	11.718,5	12.049,4	12.050,8
Depósitos en EE. CC.	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Derivados	27,6	34,1	23,8	38,6	23,8	13,3	12,4	23,5
Otros	14,5	12,5	12,6	13,1	12,6	13,5	14,4	15,2
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	5,6	3,8	3,2	3,4	3,2	3,0	2,4	2,2
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	2.219,3	2.404,0	2.219,3	2.387,9	2.541,8	2.517,3
Neto deudores/acreedores	262,6	192,1	191,4	230,6	191,4	182,1	150,0	254,2

	2018	2019	2020	2020	2021	II	III	IV ³
				IV	I			
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	1.725	1.710	1.644	1.644	1.642	1.629	1.604	1.616
Renta fija ⁴	279	281	276	276	279	272	265	266
Renta fija mixta ⁵	168	173	174	174	181	182	183	184
Renta variable mixta ⁶	184	185	186	186	188	186	187	188
Renta variable euro	113	113	104	104	100	98	96	97
Renta variable internacional	236	263	276	276	278	285	295	298
Garantizado renta fija	67	66	55	55	53	51	50	50
Garantizado renta variable ⁷	163	155	133	133	130	125	117	117
Fondos globales	242	255	248	248	252	253	252	257
De gestión pasiva ⁸	172	133	118	118	114	110	93	93
Retorno absoluto	99	84	72	72	65	65	64	64
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	11.217.569	11.739.183	12.660.100	12.660.100	13.586.390	14.325.481	14.783.710	14.925.487
Renta fija ⁴	2.709.547	3.668.324	4.135.294	4.135.294	4.435.899	4.621.057	4.766.153	4.817.994
Renta fija mixta ⁵	1.188.157	1.087.881	1.203.280	1.203.280	1.364.227	1.406.147	1.411.225	1.425.562
Renta variable mixta ⁶	624.290	707.159	745.112	745.112	806.042	648.612	681.278	686.931
Renta variable euro	831.115	598.901	530.107	530.107	705.654	737.047	774.026	757.803
Renta variable internacional	2.225.366	2.655.123	3.043.542	3.043.542	3.298.703	3.545.847	3.671.230	3.729.028
Garantizado renta fija	165.913	154.980	135.320	135.320	127.437	115.807	109.449	103.965
Garantizado renta variable ⁷	494.660	428.470	356.439	356.439	348.061	308.880	273.878	270.171
Fondos globales	1.501.730	1.359.915	1.409.759	1.409.759	1.506.594	1.920.588	2.046.838	2.075.116
De gestión pasiva ⁸	543.192	429.428	511.251	511.251	513.333	530.215	522.529	524.497
Retorno absoluto	930.641	646.042	587.040	587.040	477.482	488.319	524.138	531.456
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	259.095,0	279.377,4	279.694,5	279.694,5	292.865,2	309.047,2	315.632,6	321.324,6
Renta fija ⁴	66.889,3	78.583,2	81.015,9	81.015,9	82.209,7	83.503,3	86.173,0	85.883,0
Renta fija mixta ⁵	40.471,0	40.819,9	43.200,4	43.200,4	48.373,9	48.143,1	48.904,9	49.896,4
Renta variable mixta ⁶	23.256,0	28.775,8	30.432,7	30.432,7	32.601,3	24.893,5	25.970,6	26.826,0
Renta variable euro	12.177,7	10.145,1	7.091,1	7.091,1	7.771,9	8.232,2	8.180,2	8.397,6
Renta variable internacional	24.404,9	34.078,9	37.722,5	37.722,5	42.746,1	46.464,6	47.217,0	49.598,5
Garantizado renta fija	4.887,4	4.809,3	4.177,0	4.177,0	3.929,5	3.585,6	3.356,7	3.165,3
Garantizado renta variable ⁷	14.556,0	13.229,1	11.037,1	11.037,1	10.745,2	9.339,3	8.394,1	8.264,6
Fondos globales	42.137,2	43.041,9	40.944,5	40.944,5	43.120,7	62.913,0	67.783,8	69.494,7
De gestión pasiva ⁸	16.138,6	14.073,8	14.014,3	14.014,3	13.571,5	13.587,1	13.137,3	13.202,2
Retorno absoluto	14.172,5	11.818,3	10.057,4	10.057,4	7.793,7	8.383,9	6.513,4	6.594,7

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: octubre 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 instituciones de inversión colectiva (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	II	III	IV ¹
				IV	I			
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	11.217.569	11.739.183	12.660.100	12.660.100	13.586.390	14.325.481	14.783.710	14.925.487
Personas físicas	11.008.977	11.534.957	12.437.954	12.437.954	13.346.642	14.068.930	14.518.217	14.656.714
Residentes	10.917.387	11.440.086	12.339.829	12.339.829	13.245.856	13.964.805	14.408.799	14.546.604
No residentes	91.590	94.871	98.125	98.125	100.786	104.125	109.418	110.110
Personas jurídicas	208.592	204.226	222.146	222.146	239.748	256.551	265.493	268.773
Entidades de crédito	655	1.928	1.403	1.403	1.479	1.465	1.483	1.522,00
Otros agentes residentes	207.073	201.408	219.849	219.849	237.336	254.112	262.995	266.226
Entidades no residentes	864	890	894	894	933	974	1.015	1.025
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	259.095,0	279.377,4	279.694,5	279.694,5	292.865,2	309.047,2	315.632,6	321.324,6
Personas físicas	215.785,0	231.434,8	230.573,8	230.573,8	240.434,7	250.264,3	255.030,4	259.193,8
Residentes	212.758,3	228.214,4	227.444,5	227.444,5	237.165,7	246.838,9	251.485,0	255.597,7
No residentes	3.026,7	3.220,4	3.129,3	3.129,3	3.269,0	3.425,4	3.545,4	3.596,1
Personas jurídicas	43.310,0	47.942,6	49.120,7	49.120,7	52.430,5	58.782,9	60.602,2	62.130,8
Entidades de crédito	384,1	523,7	480,0	480,0	531,3	513,2	482,8	526,9
Otros agentes residentes	41.967,9	46.628,9	47.995,2	47.995,2	51.233,9	57.559,6	59.358,6	60.820,2
Entidades no residentes	957,9	790,0	645,4	645,4	665,4	710,1	760,8	783,6

¹ Datos disponibles: octubre 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	2020	2021	I	II	III
				III	IV			
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	130.577,0	156.702,7	113.265,7	22.788,8	27.903,2	35.042,4	51.735,6	27.554,9
Renta fija	53.165,8	91.050,8	51.487,7	10.912,9	12.703,3	13.896,5	16.922,1	11.740,5
Renta fija mixta	14.823,4	14.154,1	15.496,2	3.347,8	3.179,3	6.104,1	6.481,4	3.653,1
Renta variable mixta	10.406,8	11.156,0	8.861,2	2.385,2	2.077,5	2.962,5	3.042,2	2.078,5
Renta variable euro	7.024,3	2.998,4	2.232,1	252,2	600,2	1.008,8	976,7	467,4
Renta variable internacional	13.265,2	16.864,0	15.974,8	2.584,2	3.982,7	5.194,4	5.883,0	3.526,1
Garantizado renta fija	796,0	854,1	424,7	173,0	1,4	2,2	4,7	0,7
Garantizado renta variable	2.116,8	898,2	74,2	24,7	25,2	33,1	30,5	11,7
Fondos globales	20.455,3	12.713,7	11.391,1	1.646,2	3.371,2	3.655,2	16.386,3	5.197,2
De gestión pasiva	3.014,3	2.261,9	4.944,6	1.015,1	1.460,4	1.062,9	936,6	374,8
Retorno absoluto	5.493,3	3.751,5	2.379,0	447,5	501,9	1.122,6	1.072,2	505,1
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	122.669,5	154.273,0	112.634,4	22.129,0	25.979,4	28.035,7	41.143,4	21.214,5
Renta fija	55.823,7	80.046,4	47.611,0	8.611,4	11.016,6	12.562,8	14.936,3	9.133,2
Renta fija mixta	16.685,2	16.004,2	14.974,6	4.517,1	3.051,5	4.025,5	3.710,1	2.972,4
Renta variable mixta	7.344,0	7.943,7	7.667,5	1.566,0	1.996,7	1.794,9	10.262,5	979,20
Renta variable euro	5.246,8	6.540,2	4.205,3	711,5	919,3	925,8	838,3	546,2
Renta variable internacional	9.476,0	12.963,1	13.449,4	2.471,0	2.906,0	3.120,1	4.393,9	2.974,9
Garantizado renta fija	1.202,9	1.136,7	1.030,6	272,5	247,4	153,7	340,1	229,5
Garantizado renta variable	2.582,6	2.739,2	2.245,2	350,5	370,0	332,7	1.437,3	832,6
Fondos globales	11.301,6	15.133,7	12.743,7	2.227,3	3.487,6	2.750,3	3.400,7	2.404,0
De gestión pasiva	5.776,3	5.272,0	4.985,6	930,7	1.210,0	776,1	1.231,4	869,4
Retorno absoluto	7.230,5	6.493,7	3.721,4	471,0	774,2	1.594,0	592,8	273,1

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	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	7.841,8	2.467,5	660,3	680,6	1.938,1	7.009,8	10.633,7	6.337,3
Renta fija	-2.766,0	10.732,6	2.062,6	2.141,4	1.714,0	1.324,9	1.237,0	2.632,1
Renta fija mixta	-1.063,7	-1.506,1	2.619,5	-988,9	219,6	4.789,7	-705,8	761,9
Renta variable mixta	2.485,9	3.288,8	1.601,4	1.036,4	147,0	1.375,3	-8.279,2	1.091,9
Renta variable euro	1.848,7	-3.588,2	-2.007,7	-485,7	-319,2	82,3	135,8	-88,8
Renta variable internacional	3.864,1	4.113,8	2.633,1	174,0	1.078,9	2.082,0	1.257,6	600,9
Garantizado renta fija	-575,8	-282,6	-707,4	-156,9	-245,4	-226,2	-335,5	-228,7
Garantizado renta variable	-667,2	-1.857,0	-2.254,2	-347,2	-380,2	-299,6	-1.406,6	-943,3
Fondos globales	9.448,9	-2.553,9	-1.501,2	-580,3	-92,7	1.075,3	18.527,0	4.878,0
De gestión pasiva	-2.790,4	-3.026,8	-23,8	158,5	179,9	-862,2	-294,8	-500,6
Retorno absoluto	-1.899,6	-2.852,9	-1.761,9	-270,7	-363,5	-2.331,7	498,4	-1.866,2
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	-13.919,3	18.002,8	-310,6	2.796,2	10.679,0	6.169,7	5.558,4	260,2
Renta fija	-908,5	961,9	371,5	455,6	525,9	-130,6	56,8	38,4
Renta fija mixta	-1.865,1	1.866,9	-220,0	369,4	1.029,4	389,1	481,2	5,4
Renta variable mixta	-1.616,6	2.231,0	55,5	471,1	1.266,6	793,7	572,3	-14,1
Renta variable euro	-1.871,2	1.556,4	-1.044,9	-142,5	1.011,8	598,9	325,1	37,3
Renta variable internacional	-3.522,6	5.561,1	1.012,7	832,6	3.881,1	2.941,7	2.462,1	151,6
Garantizado renta fija	6,6	204,4	75,2	37,1	24,8	-21,4	-8,5	-0,1
Garantizado renta variable	-194,2	530,0	62,2	48,7	89,3	7,8	0,6	-1,9
Fondos globales	-2.602,1	3.460,8	-595,3	566,4	1.980,3	1.101,2	1.265,6	-7,1
De gestión pasiva	-537,5	1.133,2	-28,7	15,2	610,6	421,4	310,4	55,0
Retorno absoluto	-796,6	498,7	1,7	142,7	259,3	68,0	92,6	-4,3

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	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	-4,19	7,67	0,85	1,31	4,18	2,41	2,14	0,36
Renta fija	-0,79	1,83	0,99	0,72	0,79	-0,04	0,19	0,16
Renta fija mixta	-3,25	5,75	0,50	1,15	2,70	1,06	1,31	0,23
Renta variable mixta	-5,46	9,79	1,60	1,99	4,64	2,89	2,79	0,26
Renta variable euro	-11,98	16,01	-12,72	-1,71	15,60	8,62	4,46	0,81
Renta variable internacional	-11,89	21,00	4,76	3,01	11,53	7,73	5,97	0,85
Garantizado renta fija	0,56	4,52	2,18	1,04	0,70	-0,43	-0,12	0,10
Garantizado renta variable	-0,80	4,20	1,00	0,56	0,90	0,19	0,09	0,11
Fondos globales	-5,11	9,24	-0,30	1,74	5,29	2,93	2,58	0,40
De gestión pasiva	-2,55	7,88	0,29	0,27	4,61	3,31	2,43	0,53
Retorno absoluto	-4,01	4,93	0,87	1,61	2,81	1,14	1,38	0,08
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,86	0,85	0,83	0,21	0,22	0,21	0,22	0,21
Renta fija	0,45	0,44	0,42	0,11	0,11	0,10	0,10	0,10
Renta fija mixta	0,96	0,92	0,88	0,22	0,23	0,22	0,22	0,21
Renta variable mixta	1,26	1,29	1,28	0,32	0,34	0,34	0,32	0,29
Renta variable euro	1,47	1,49	1,45	0,37	0,37	0,33	0,33	0,32
Renta variable internacional	1,41	1,41	1,31	0,32	0,36	0,34	0,33	0,30
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	0,27	0,28	0,30	0,28
De gestión pasiva	0,48	0,42	0,41	0,11	0,09	0,10	0,09	0,09
Retorno absoluto	0,79	0,81	0,78	0,19	0,20	0,20	0,19	0,14
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	0,01
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	0,01

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		
				IV	I	II	III	IV ²
Total fondos de inversión	-4,89	7,12	0,78	4,14	2,34	1,93	0,10	1,14
Renta fija	-1,44	1,38	0,62	0,68	-0,16	0,07	0,05	-0,29
Renta fija mixta	-4,27	4,75	-0,03	2,45	0,85	1,04	0,02	0,31
Renta variable mixta	-6,45	9,25	0,59	4,37	2,56	2,42	-0,03	1,47
Renta variable euro	-13,01	14,27	-8,75	16,61	8,58	4,28	0,42	3,04
Renta variable internacional	-12,34	22,18	2,83	11,94	7,87	5,74	0,42	4,02
Garantizado renta fija	0,09	3,98	1,68	0,59	-0,52	-0,22	-0,02	-0,58
Garantizado renta variable	-1,33	3,62	0,70	0,81	0,08	0,00	-0,03	-0,13
Fondos globales	-5,69	8,45	-0,31	5,18	3,10	2,28	0,01	1,24
De gestión pasiva	-3,16	7,45	0,44	4,82	3,28	2,36	0,40	2,21
Retorno absoluto	-4,81	3,94	0,94	2,80	0,97	1,15	-0,07	0,54

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: octubre de 2021.

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III ¹
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Participes ²	4.444	7.548	7.961	7.968	7.961	8.067	8.299	8.439
Patrimonio (millones de euros)	2.262,2	2.832,4	2.912,6	2.695,2	2.912,6	3.085,3	3.273,0	3.334,5
Suscripciones (millones de euros)	500,7	1.290,0	454,5	42,7	125,6	134,4	245,6	79,0
Reembolsos (millones de euros)	320,4	937,0	407,2	119,6	120,5	62,5	157,1	31,1
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	180,3	353,0	47,3	-77,0	5,1	71,9	88,5	47,8
Rendimientos netos (millones de euros)	-153,8	217,2	27,7	62,5	212,3	100,8	98,9	13,2
Rentabilidad (%)	-6,47	10,35	1,77	1,63	7,66	2,77	3,36	0,38
Rendimientos de gestión ³ (%)	-5,46	9,94	2,35	2,80	7,93	3,77	3,76	0,55
Gastos comisión de gestión ³ (%)	1,70	1,19	1,43	0,44	0,53	0,29	0,58	0,17
Gastos de financiación ³ (%)	0,01	0,00	0,02	0,00	0,02	0,04	0,03	0,02
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Participes ²	2.804	2.859	2.858	2.865	2.858	3.020	3.848	3.844
Patrimonio (millones de euros)	468,8	566,7	652,8	622,0	652,8	666,0	727,3	728,5
Suscripciones (millones de euros)	7,2	72,3	32,4	0,0	18,1	4,6	45,9	-
Reembolsos (millones de euros)	0,6	0,3	3,1	0,0	2,6	11,7	0,2	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	6,6	71,4	29,3	0,0	15,5	-7,1	45,7	-
Rendimientos netos (millones de euros)	-6,5	26,5	56,8	9,7	15,3	20,3	15,6	-
Rentabilidad (%)	-1,28	5,23	3,71	1,59	2,44	3,22	2,18	0,39
Rendimientos de gestión ⁴ (%)	-3,04	6,32	4,24	1,75	2,55	3,35	2,49	-
Gastos comisión de gestión ⁴ (%)	1,64	1,63	1,39	0,34	0,34	0,33	0,34	-
Gastos comisión de depósito ⁴ (%)	0,06	0,06	0,06	0,01	0,02	0,01	0,01	-

1 Datos disponibles: agosto de 2021.

2 Datos por compartimento.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

4 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 3.13

	2018	2019	2020	2020		2021		
				IV	I	II	III	IV ¹
NÚMERO DE CARTERAS²								
Fondos de inversión	1.617	1.595	1.515	1.515	1.506	1.487	1.469	1.459
Sociedades de inversión	2.713	2.560	2.421	2.421	2.377	2.328	2.301	2.292
IIC de IIC de inversión libre	7	7	7	7	8	9	10	10
IIC de inversión libre	49	62	69	69	73	71	72	72
Fondos de inversión inmobiliaria	3	2	2	2	2	2	2	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	4	3	3	3	2	2	2	2
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	259.095,0	279.377,4	279.694,5	279.694,5	292.865,2	309.047,2	315.632,6	321.324,6
Sociedades de inversión	27.479,7	28.385,5	26.564,8	26.564,8	27.245,8	27.827,0	27.625,4	28.106,2
IIC de IIC de inversión libre ³	468,8	566,7	652,8	652,8	666,0	727,3	725,2	-
IIC de inversión libre ³	2.262,2	2.832,4	2.912,6	2.912,6	3.085,3	3.273,0	3.267,4	-
Fondos de inversión inmobiliaria	309,4	309,4	310,8	310,8	311,0	311,1	311,0	311,1
Sociedades de inversión inmobiliaria	748,8	763,5	907,1	907,1	890,0	890,2	910,5	916,3

1 Datos disponibles: octubre de 2021.

2 Información de registro de IIC.

3 Datos disponibles para el tercer trimestre de 2021: julio de 2021.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
VOLUMEN DE INVERSIÓN^{2,3} (millones de euros)								
Total	162.335,0	178.841,5	199.419,3	190.324,3	199.419,3	219.851,3	249.927,6	261.733,8
Fondos	34.209,6	30.843,4	27.355,5	26.815,7	27.355,5	27.861,7	32.797,0	34.459,8
Sociedades	128.125,5	147.998,1	172.063,8	163.508,6	172.063,8	191.989,7	217.130,6	227.274,0
N.º DE INVERSORES²								
Total	3.173.245	3.361.901	4.312.340	3.939.998	4.312.340	4.865.192	5.231.449	5.609.293
Fondos	547.826	521.648	592.053	568.132	592.053	635.555	697.470	723.358
Sociedades	2.625.419	2.840.253	3.720.287	3.371.866	3.720.287	4.229.637	4.533.979	4.885.935
N.º DE INSTITUCIONES⁴								
Total	1.024	1.033	1.048	1.042	1.048	1.046	1.058	1.068
Fondos	429	399	407	404	407	421	423	424
Sociedades	595	634	641	638	641	625	635	644
ESTADO DE ORIGEN⁴								
Luxemburgo	447	462	472	468	472	480	486	493
Francia	263	222	225	224	225	228	229	228
Irlanda	200	220	222	221	222	221	224	225
Alemania	42	48	45	46	45	48	50	50
Reino Unido	27	23	23	23	23	0	0	0
Países Bajos	2	4	3	4	3	3	3	3
Austria	24	30	32	31	32	34	34	33
Bélgica	5	5	5	5	5	5	5	5
Dinamarca	1	1	1	1	1	1	1	1
Finlandia	9	11	13	12	13	14	14	14
Liechtenstein	4	4	4	4	4	4	4	4
Portugal	0	3	3	3	3	3	3	3
Suecia	0	0	0	0	0	5	5	9

1 Solo incluye los datos de las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS).

2 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	II	III	IV ²
				IV	I			
FONDOS								
Número	2	2	2	2	2	2	2	2
Participes	483	483	483	483	483	483	482	482
Patrimonio (millones de euros)	309,4	309,4	310,8	310,8	311,0	311,1	311,0	311,1
Rentabilidad (%)	0,24	-0,02	0,47	0,06	0,06	0,01	-0,01	0,01
SOCIEDADES								
Número	4	3	3	3	2	2	2	2
Accionistas	422	316	315	315	207	205	208	208
Patrimonio (millones de euros)	748,8	763,5	907,1	907,1	890,0	890,2	910,5	916,3

1 Instituciones de inversión colectiva (IIC) que han remitido estados reservados, no incluye aquellas en proceso de disolución o liquidación.

2 Datos disponibles: octubre de 2021.

