



Intermediación financiera no bancaria en España

Ejercicio 2020

**Intermediación financiera
no bancaria en España**

Ejercicio 2020

El informe sobre la intermediación financiera no bancaria (IFNB) en España describe las tendencias más recientes de las entidades y actividades que forman parte de ella y evalúa sus riesgos más importantes. Este informe forma parte de la publicación de la CNMV denominada *Monitor de la intermediación financiera no bancaria* y tiene periodicidad semestral (<https://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/PublicacionesGN.aspx?id=56>).

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): 2695-5822

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

Índice

1	Resumen ejecutivo	9
2	Desarrollo de las principales magnitudes	13
2.1	Intermediación crediticia y financiación de las entidades pertenecientes a la IFNB	18
2.2	Interconexión entre las entidades bancarias y las OIF	22
3	Intermediación financiera no bancaria	25
3.1	Evaluación de los riesgos de la intermediación financiera no bancaria	29
3.1.1	Función económica 1	31
3.1.2	Función económica 2	41
3.1.3	Función económica 3	42
3.1.4	Función económica 4	43
3.1.5	Función económica 5	44
3.2	Uso de herramientas macroprudenciales	47
3.2.1	Test de estrés	50

Índice de cuadros

Intermediación financiera no bancaria en España

Cuadro 1	Estructura del sistema financiero español	15
Cuadro 2	Estructura de otras instituciones financieras en España	17
Cuadro 3	Intermediación crediticia en el sistema financiero español. 2020	19
Cuadro 4	Interconexión entre los bancos y las OIF	23
Cuadro 5	Clasificación de la IFNB según funciones económicas	26
Cuadro 6	Estructura de la intermediación financiera no bancaria	28
Cuadro 7	Grado de involucración de la IFNB en los riesgos financieros. 2020	30
Cuadro 8	Resultados de los test de estrés (flujos agregados)	53
Cuadro 9	Impacto sobre los precios de los activos en los mercados de valores	54

Índice de recuadros

Recuadro 1	Propuestas de reforma de los fondos del mercado monetario a raíz de la crisis del COVID-19	33
Recuadro 2	Consulta pública del proyecto de Guía técnica sobre la gestión y el control de la liquidez de las IIC	49

Índice de gráficos

Intermediación financiera no bancaria en España

Gráfico 1	Financiación de las sociedades no financieras	14
Gráfico 2	Tasa de crecimiento anual de los activos del sistema financiero	15
Gráfico 3	Distribución y evolución del sector OIF en España	18
Gráfico 4	Evolución de la intermediación crediticia	19
Gráfico 5	Financiación mayorista de las entidades del sistema financiero	20
Gráfico 6	Evolución de la financiación mayorista	21
Gráfico 7	Posición neta repos	22
Gráfico 8	Interconexión entre las entidades bancarias y las OIF	22
Gráfico 9	Del sector financiero no bancario a la medida estrecha de la IFNB. 2020	27
Gráfico 10	Peso relativo de la IFNB	27
Gráfico 11	Distribución de la intermediación financiera no bancaria. 2020	29
Gráfico 12	Distribución de los fondos de inversión pertenecientes a la IFNB	31
Gráfico 13	Concentración en el sector de la inversión colectiva	32
Gráfico 14	Riesgo de crédito en las distintas tipologías de fondos de inversión	35
Gráfico 15	Transformación de vencimientos en las distintas tipologías de fondos de inversión	36
Gráfico 16	Riesgo de liquidez en las distintas tipologías de fondos de inversión	38
Gráfico 17	Apalancamiento en las distintas tipologías de fondos de inversión	39
Gráfico 18	Evolución de los riesgos en los establecimientos financieros de crédito	41
Gráfico 19	Activos de las sociedades de valores y número de entidades	42
Gráfico 20	Evolución de los riesgos en las sociedades de valores	43
Gráfico 21	Evolución de los bonos y pagarés de titulización por tipo de activo	45
Gráfico 22	Saldo vivo de bonos y pagarés de titulización por calificación crediticia	46
Gráfico 23	Riesgo de transformación de vencimientos en los fondos de titulización	47
Gráfico 24	Proporción de activos líquidos (HQLA) de los fondos de inversión por categoría	52

1 Resumen ejecutivo

Esta publicación realiza el seguimiento de las entidades que forman parte de la intermediación financiera no bancaria (IFNB) en España. Se describen sus principales magnitudes y su grado de involucración en determinados riesgos en 2020. Además, desde este número, el informe incluye un epígrafe final con el uso dado a las herramientas macroprudenciales, así como con los resultados de las pruebas de estrés que se realizan periódicamente sobre el sector de fondos de inversión, las entidades más importantes de la IFNB en términos cuantitativos.

- Los datos de 2020 revelan un crecimiento significativo del sector financiero en su conjunto, del 10,7 %, hasta los 5,19 billones de euros (4,6 veces el tamaño del PIB). Este incremento se produjo por el fuerte aumento de los activos del banco central, como consecuencia de las operaciones de política monetaria, y de los bancos, que mostraron una expansión significativa del crédito en el contexto de la crisis (impulsada por las medidas de apoyo establecidas por el Gobierno).
- Los activos de las otras instituciones financieras (OIF), que conforman la base a partir de la cual se delimita el sector de la IFNB, registraron un descenso del 1,4 %, hasta 869.000 millones de euros, con lo que su peso relativo en el sistema financiero disminuyó hasta el 16,7 %. Se observó una gran heterogeneidad según el tipo de entidad, con aumentos en los activos de las titulaciones, descensos en los establecimientos financieros de crédito y práctica estabilidad en los fondos de inversión.
- El grado de intermediación crediticia del sistema financiero en su totalidad se incrementó un 7,6 %, hasta 3,1 billones de euros en 2020, debido al aumento del crédito bancario. En cambio, la intermediación crediticia de las OIF, muy lejana del nivel que se observa en el sector bancario, disminuyó, prolongando una tendencia que se mantiene con pocas variaciones desde 2010. Además del descenso de esta intermediación por parte de las OIF, se observa una recomposición entre sus activos financieros a favor de los activos de renta fija y en detrimento de los préstamos y de los depósitos.
- El grado de interconexión directa entre los bancos y las OIF volvió a disminuir en 2020: los derechos de los bancos en relación con las OIF se situaron cerca del 6 % del activo total bancario y las obligaciones de los bancos con las OIF en el 10 %. Este grado de interconexión viene descendiendo desde hace varios años (habiendo alcanzado máximos del 15 % en el caso de los derechos de los bancos y del 20 % en el de las obligaciones), por lo que este canal de contagio de riesgos, especialmente importante en momentos de inestabilidad en los mercados, tiene un potencial más limitado.
- El volumen de activos de la IFNB en España, según la medida estrecha establecida por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en in-

glés), se situó en 303.600 millones de euros en 2020, un 2,3 % menos que en 2019 y un 5,8 % del sistema financiero total. Las entidades más importantes de esta medida de la IFNB continúan siendo los fondos de inversión (87,4 %) y, a distancia, las titulizaciones (7,6 %). El resto de las entidades que forman parte de la IFNB, que son, fundamentalmente, los establecimientos financieros de crédito (EFC), las sociedades de valores y las sociedades de garantía recíproca, apenas suponen el 5 % de los activos totales. La preponderancia de los fondos de inversión en la medida estrecha de la IFNB tiene que ver, en parte, con el hecho de que sus activos no consolidan en los balances bancarios y, por tanto, no son objeto de exclusión en el cómputo total (como es el caso de gran parte de los activos de los EFC y de las titulizaciones).

- El análisis de los riesgos asociados a la IFNB continúa sin apuntar, por el momento, a la existencia de vulnerabilidades relevantes desde el punto de vista de la estabilidad financiera. Los riesgos más significativos para las entidades de la IFNB son los de crédito y de liquidez que, en buena medida, responden a la propia naturaleza de estas instituciones. El mapa de colores que representa la intensidad percibida de estos riesgos muestra pocos cambios en relación con el año anterior. En el caso particular de los fondos de inversión se observa un leve aumento: i) del indicador de transformación de vencimientos, que responde al alargamiento de los plazos de los activos en cartera, y ii) de la proporción de las clases de activos que, *a priori*, tienen condiciones de liquidez menos holgadas. Las diferentes métricas que evalúan el grado de liquidez de la cartera de los fondos permiten descartar vulnerabilidades en este sentido, como de hecho se pudo confirmar en marzo de 2020, cuando el notable aumento de los reembolsos producido en el contexto de la crisis se atendió sin ninguna incidencia relevante. Por otra parte, los indicadores de apalancamiento (directo o indirecto, a través de su posición en derivados) de estas entidades tampoco indican un uso intenso de este.
- En 2020 el uso de herramientas de gestión de la liquidez de los fondos en España fue superior al habitual como consecuencia de la crisis del COVID-19, que dio lugar a un aumento significativo de los reembolsos en marzo, como se ha indicado con anterioridad. Ningún fondo español tuvo que activar ninguna medida extraordinaria de liquidez como las suspensiones de los reembolsos o los *side pockets*. Tan solo cinco fondos tuvieron que realizar reembolsos parciales. Por otra parte, durante la crisis la CNMV reforzó sus mecanismos de coordinación con las sociedades gestoras incentivando a estas instituciones a utilizar, en caso de ser adecuado, las herramientas disponibles de gestión de la liquidez. En particular, la CNMV recomendó la valoración de los activos en función de los precios *bid* y los esquemas de *swing pricing*.
- Los resultados de los ejercicios de estrés que la CNMV realiza semestralmente sobre los fondos de inversión españoles continúan revelando que este mercado es resistente a los diferentes escenarios de *shocks* de reembolsos planteados para las diferentes categorías de fondos. En el escenario más extremo, el número de fondos que podrían experimentar problemas de liquidez es de 10 en total y representan un 1,3 % del patrimonio de la muestra de fondos del ejercicio. De ellos, 6 pertenecen a la categoría de fondos de renta fija de alto rendimiento y el resto se distribuye entre otras categorías.

- Este monitor incluye dos recuadros que tratan dos temas de especial interés:
 - El primero enumera las propuestas de reforma de los fondos del mercado monetario efectuadas a escala internacional a raíz de las vulnerabilidades identificadas en este tipo de fondos durante la crisis del COVID-19.
 - El segundo recuadro describe la consulta pública del proyecto de Guía técnica sobre la gestión y el control de la liquidez de las instituciones de inversión colectiva (IIC) efectuado por la CNMV y publicado en septiembre de este año.

2 Desarrollo de las principales magnitudes

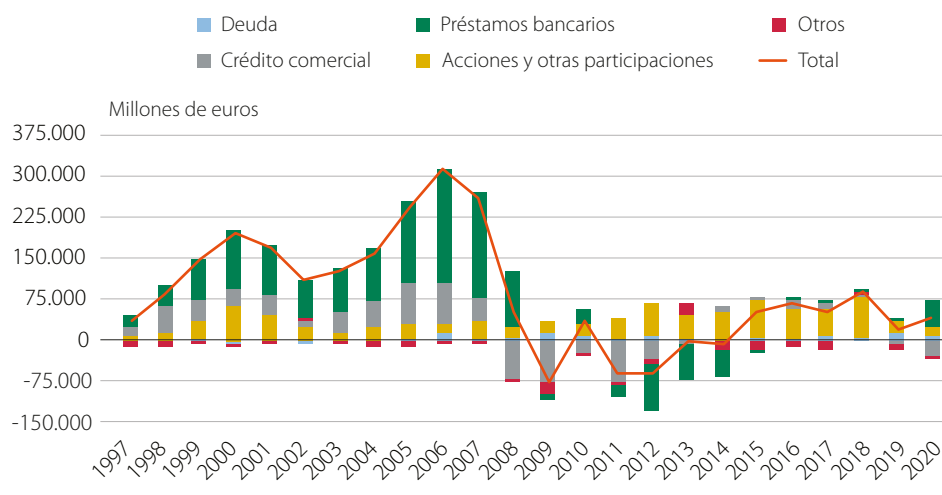
Esta sección presenta la evolución más reciente de los subsectores que forman parte del sector financiero español distinguiendo aquellos que proporcionan financiación típicamente bancaria de otras entidades que proporcionan financiación al margen de este canal tradicional. Se trata de evaluar la evolución temporal de ambos tipos de financiación con la idea subyacente, transmitida en ediciones anteriores de este informe, de que una economía que presenta una estructura de financiación más equilibrada entre el sector bancario y el sector no bancario (englobado como financiación vía mercados) puede alcanzar tasas de crecimiento más elevadas a largo plazo. Este equilibrio en las fuentes de financiación permite, además, disminuir las oscilaciones de los ciclos económicos, puesto que las alternativas disponibles en los mercados de capitales pueden resultar una fuente de financiación alternativa y valiosa en momentos de contracción del crédito bancario, que suele ser habitual en momentos de recesión económica.

Como se observa en el gráfico 1, que representa la evolución de las fuentes de financiación de las sociedades no financieras desde 1997, hasta hace relativamente pocos años (2008) la fuente de financiación más relevante de las compañías procedía de los préstamos bancarios, la vía más tradicional y seguramente más adecuada para las sociedades de menor tamaño. Desde 2009, una vez pasadas las primeras etapas de la crisis financiera global, comenzó un periodo de contracción del crédito bancario en el que otras fuentes de financiación alternativas cobraron una importancia mucho mayor. En particular, la financiación vía acciones y participaciones (que incluye, además, los beneficios retenidos por las compañías) ha sido clave en los últimos años hasta 2019. El año 2020, con el inicio de la crisis del COVID-19 —cuyo origen fue totalmente exógeno al sistema financiero— supuso un cambio de rumbo en esta tendencia, observándose un nuevo crecimiento significativo de los préstamos bancarios. Este aumento de los préstamos de los bancos a las sociedades se explica parcialmente por las diferentes medidas de apoyo establecidas por el Gobierno en el contexto de la crisis¹ y también por las que la autoridad monetaria adoptó con el fin de facilitar el flujo de crédito a la economía.

1 En este caso destacarían los avales públicos, aunque también se adoptaron otras medidas como las moratorias, los créditos concedidos por las AA. PP., las ayudas directas o los diferimientos de impuestos.

Financiación de las sociedades no financieras

GRÁFICO 1



Fuente: Banco de España.

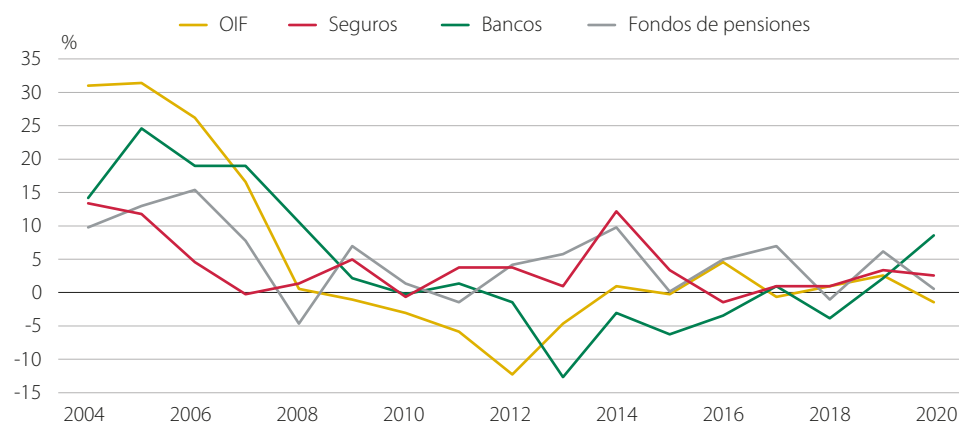
El tamaño del sistema financiero en España se situó en 5,19 billones de euros a finales de 2020 (4,6 veces el tamaño del PIB). Esta cifra es un 10,7 % superior a la de 2019 y representa un máximo histórico de la serie, lo que reafirma una tendencia alcista que, con ciertos altibajos, comenzó en 2015. Como se observa en el cuadro 1 y en el gráfico 2, este comportamiento se explica por el fuerte aumento de los activos del banco central y de los bancos. Los activos del banco central se incrementaron casi un 40 % como consecuencia de las operaciones de política monetaria efectuadas². Estos activos representan el 20 % del sistema financiero total. El sector bancario continuó siendo el más importante, al concentrar el 53 % de los activos totales, y experimentó un incremento de su tamaño del 8,4 %, en línea con la expansión del crédito comentada anteriormente. Otros segmentos del sistema financiero también mostraron un cierto crecimiento, como fue el caso de los auxiliares financieros (3,4 %), los seguros (2,4 %) o los fondos de pensiones (0,8 %). Estos tres tipos de entidades concentran en torno al 10 % de los activos del sistema. Finalmente, los activos de las OIF registraron un descenso del 1,4 %, con lo que su peso relativo se redujo hasta el 16,7 %. Como se explica con posterioridad, se observó una heterogeneidad importante dentro de este grupo de entidades, que forman la semilla a partir de la cual se delimita el sector de la IFNB.

2 Que se corresponden, fundamentalmente, con las operaciones de financiación a largo plazo y con los programas de compras de activos.

Tasa de crecimiento anual de los activos del sistema financiero

GRÁFICO 2

Desarrollo de las principales magnitudes



Fuente: Banco de España.

Estructura del sistema financiero español

CUADRO 1

Millones de euros

	Banco central	Bancos	Seguros	Fondos de pensiones	Auxiliares financieros	OIF	Total
Tamaño en 2020 (millones)	1.032.405	2.752.951	329.093	149.271	59.223	869.266	5.192.210
Tamaño en 2019 (millones)	745.607	2.538.814	321.272	148.118	57.272	881.193	4.692.277
% del total (2020)	19,9	53,0	6,3	2,9	1,1	16,7	100,0
Crecimiento 2020 (%)	38,5	8,4	2,4	0,8	3,4	-1,4	10,7
Crecimiento acumulado 2002-2009	125,8	158,4	54,6	73,2	345,4	231,9	159,0
Crecimiento acumulado 2009-2020	370,4	-17,2	34,1	44,5	2,7	-17,9	3,6

Fuente: CNMV y Banco de España.

La delimitación de las entidades que conforman la IFNB es una tarea compleja, que ha evolucionado con el tiempo por la propia heterogeneidad de las entidades y actividades que pueden formar parte de este sector. De hecho, diferentes instituciones del ámbito europeo o internacional realizan análisis con aproximaciones diferentes, aunque con determinados puntos en común. Se podría decir, de forma simplificada, que existen dos grandes aproximaciones a la IFNB: i) la que considera las OIF en su conjunto como medida de la IFNB y ii) la que parte de un agregado amplio que excluye a los bancos y acaba identificando entidades en función de la realización de alguna función económica previamente definida. La primera aproximación la siguen instituciones como la Junta Europea de Riesgo Sistémico³ (ESRB por sus siglas en inglés) mientras que la segunda es la que realiza el FSB⁴. Este monitor, que sigue con carácter general las líneas definidas por el FSB, describe en este epígrafe la evolución de este agregado más amplio excluyendo a los bancos e incidiendo en las OIF y, en el siguiente epígrafe, delimita la medida estrecha de la IFNB en cuanto a su tamaño y sus riesgos más relevantes. La medida estrecha de la IFNB identifica aquellas entidades que realizan alguna de las cinco

3 Véase el último informe en EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2021 (europa.eu).

4 Véase el último informe en Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2020 (fsb.org).

funciones económicas preestablecidas⁵ y descuenta el importe de los activos que se consolidan en grupos bancarios.

Desde el punto de vista de este concepto amplio de la IFNB, que parte de todas las entidades financieras no bancarias, cabe señalar que su importancia en el conjunto del sistema financiero español fue cercana al 30 % durante los años de la crisis financiera global, se redujo hasta el 25 % en el año 2012 y posteriormente ha vuelto a recuperar proporciones próximas al 30 %. En 2020 el tamaño de los activos de estas entidades se situó en 1,45 billones de euros, un 2,7 % más que en 2019 y un 28 % del sistema financiero total. La relevancia del sector financiero no bancario en otras jurisdicciones es más elevada. Así, según los datos del FSB esta proporción es, de media, cercana al 50 % del sistema financiero total.

Dentro del grupo de entidades no bancarias destacan las OIF, no solo porque son las más relevantes en función de su tamaño, sino también porque, según se ha indicado previamente, este grupo conforma la base a partir de la cual se obtiene la medida estrecha de la IFNB. Como se observa en el cuadro 2, los activos de las OIF se situaron en 869.000 millones de euros en 2020, un 1,4 % menos que en 2019. Este importe representa más del 60 % del sector no bancario. Dentro de las OIF destacan por su volumen de activos los fondos de inversión (con más de 322.000 millones de euros), las instituciones financieras con actividad limitada (con 244.000 millones) y las titulizaciones (con 185.000 millones). En términos relativos representan el 37 %, el 28 % y el 21 %, respectivamente, del total de las OIF (véase panel izquierdo del gráfico 3). La evolución entre 2019 y 2020 del volumen de activos no fue homogéneo según el tipo de institución: se produjeron avances en los fondos de inversión (0,6 %) —a pesar de los efectos de la crisis en los reembolsos y en la valoración de su cartera en los peores momentos—, en las titulizaciones (5,4 %), en las sociedades de valores (1,8 %) y en los fondos y sociedades de inversión inmobiliaria o REIT (2,8 %). En cambio, el notable descenso de los activos de los establecimientos financieros de crédito (-18,9 %) y del resto de OIF (-33 %) compensó los avances de otras instituciones y dio lugar a la disminución total ya mencionada (-1,4 %).

La composición de las OIF en el ámbito internacional presenta algunas similitudes respecto al patrón español, pero también existen diferencias. Entre las similitudes destaca la preponderancia de los fondos de inversión y de las instituciones financieras con actividad limitada, con importes que representan alrededor del 50 % y el 20 %, respectivamente, de los activos agregados de las OIF⁶. Por el contrario, otras entidades como las sociedades de valores son más relevantes que en España (en relación con su tamaño, con alrededor de un 10 % del total), al contrario que las titulizaciones, que apenas suponen, de media, el 4 % de este sector en los países analizados por el FSB.

5 Estas funciones están descritas y cuantificadas para el caso español en el cuadro 5 de este informe.

6 En el caso de los fondos de inversión, cabe destacar que en España el peso de los fondos monetarios y las IIC de inversión libre (*hedge funds*) es mucho menor que en el resto de jurisdicciones (en términos medios), ya que representan el 0,5 % y el 0,4 % de las OIF, respectivamente, mientras que en el ámbito internacional estos valores ascienden al 6,6 % y al 4,5 %.

Millones de euros

	Fondos de inversión no monetarios	Fondos de inversión monetarios	Instituc. financieras con act. limitada	SFV: titulización	Sociedades de valores	Establec. financ. de crédito	REIT	Otras	Total
Tamaño en 2020 (millones)	318.145	4.572	244.736	185.091	9.562	48.577	33.638	24.945	869.266
Tamaño en 2019 (millones)	317.082	3.788	245.681	175.620	9.392	59.893	32.714	37.023	881.193
% del total (2020)	36,6	0,5	28,2	21,3	1,1	5,6	3,9	2,9	100,0
Crecimiento 2020 (%)	0,3	20,7	-0,4	5,4	1,8	-18,9	2,8	-32,6	-1,4
Crecim. acum. 2002-2009	33,3	-74,7	845,3	917,4	14,3	49,0	-	-	231,9
Crecim. acum. 2009-2020	70,1	-66,1	-13,8	-61,7	-27,4	-10,6	397,5	42,6	-17,9

Fuente: CNMV y Banco de España.

Como se observa en el panel derecho del gráfico 3, los activos de las OIF alcanzaron su nivel máximo en los años comprendidos entre 2007 y 2010, periodo en el que llegaron a superar el billón de euros. Entre 2010 y 2013 las OIF sufrieron una contracción paulatina debido al retroceso de los activos de sus componentes más relevantes, hasta situarse en un nivel mínimo de 810.000 millones de euros. Desde entonces se observa un leve aumento, algo irregular, en el tamaño de las OIF, que superó los 881.000 millones de euros en 2019, para acabar retrocediendo nuevamente en 2020 (hasta 869.000 millones). En este periodo de tiempo se ha producido una recomposición muy importante entre los diferentes tipos de instituciones: los fondos de inversión han pasado de representar el 17 % de las OIF en 2010 al 37 % en 2020, mientras que las titulizaciones han pasado del 47 % al 21 % (en 2019 registraron un mínimo del 20 %). La relevancia de las instituciones financieras con actividad limitada ha experimentado cambios menos acusados, manteniéndose entre el 23 % y el 28 % de los activos totales del sector OIF.

En el ámbito de las OIF existen distintos tipos de entidades que desarrollan actividades financieras muy heterogéneas. Algunas de ellas cumplen determinadas funciones económicas definidas por el FSB (y que se describen en el epígrafe siguiente) y, en consecuencia, se consideran parte de la IFNB en sentido estricto. A este grupo pertenecen los fondos de inversión (aunque no todos⁷), los vehículos de propósito especial (SFV, por sus siglas en inglés) para la titulización, las sociedades de valores y los establecimientos financieros de crédito. Por el contrario, las entidades de las OIF que no pertenecen a la medida estrecha de la IFNB son las instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero⁸, los REIT⁹, las cámaras de contrapartida central (CCP por sus siglas en inglés), las entidades de capital riesgo y la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB). Del volumen total de activos de las OIF (869.000 millones), 360.000 millones

7 No forman parte de la medida estrecha de la IFNB los fondos de renta variable.

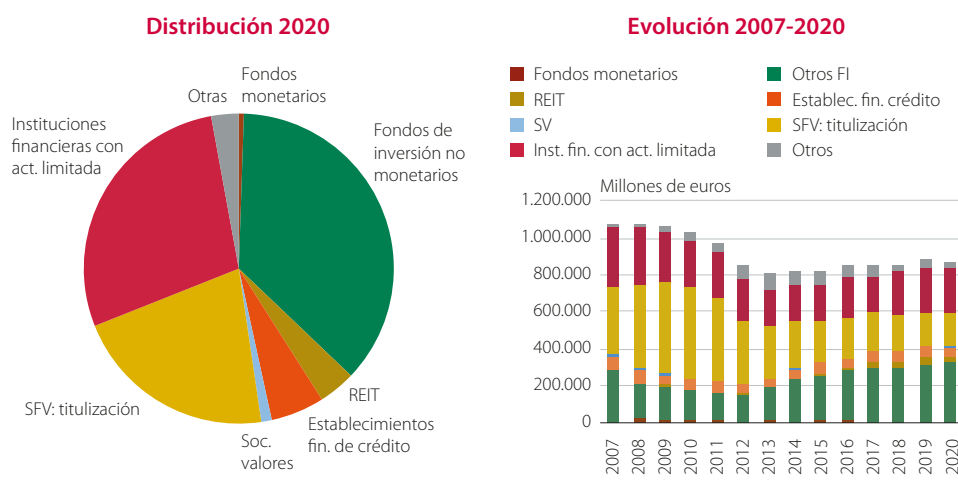
8 Del conjunto de entidades de las OIF que no pertenecen a la medida estrecha de la IFNB las instituciones financieras con actividad limitada son las más relevantes por el volumen de sus activos (244.000 millones de euros a finales de 2020). Este subsector incluye, esencialmente, las filiales de un grupo de sociedades o entidades que proveen préstamos a partir de recursos propios con un solo origen. En España, una parte importante de estas instituciones se corresponde con sociedades especialmente creadas para la emisión de participaciones preferentes y otros valores negociables.

9 Real Estate Investment Trusts.

corresponden a entidades que no forman parte de la IFNB. Del importe restante (algo menos de 510.000 millones) es necesario descontar más de 200.000 millones por consolidación en los balances bancarios para alcanzar la medida estrecha de la IFNB (que en 2020 se situó en 303.000 millones de euros, véase gráfico 9).

Distribución y evolución del sector OIF en España

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV y Banco de España.

2.1 Intermediación crediticia y financiación de las entidades pertenecientes a la IFNB

El objetivo principal de este epígrafe es ofrecer una visión general del grado de implicación de los intermediarios financieros no bancarios en la intermediación crediticia y en la concesión de préstamos dentro del sistema financiero. A su vez, se analiza el uso que hacen estas entidades de la financiación mayorista y, especialmente, de la adquisición temporal de activos, más conocidos como *repos*.

En 2020, la intermediación crediticia del sistema financiero en su totalidad se incrementó un 7,6 % (tras haberlo hecho un 1 % en 2019), hasta alcanzar los 3,1 billones de euros. Este crecimiento tuvo su origen en el sector bancario, que, con diferencia, posee un mayor volumen de activos crediticios y, además, presentó un aumento del 11,3 % durante el año pasado, superando los 2,3 billones de euros. Esta cifra supone un 86,4 % del valor total de los activos financieros de los bancos. Por tipología de activo, destacan los préstamos, que representan más de la mitad del total de activos crediticios y el 49,0 % de los activos financieros (véase cuadro 3). Por el contrario, en el caso de las OIF, los activos crediticios se redujeron a lo largo de 2020 un 3,5 %, situándose al cierre del ejercicio en casi 460.000 millones de euros, un 52,9 % de los activos financieros totales (54,1 % en 2019).

Dentro de las OIF, las entidades más importantes en términos de intermediación crediticia son los vehículos de titulación, con un 40 % del total a finales de 2020 (36,7 % en 2019), en los que todos los activos crediticios eran préstamos o depósitos. Los fondos de inversión, por su parte, suponían el 36 % del total, siendo, en este caso, los activos de renta fija los que concentraban un mayor porcentaje del conjunto de activos crediticios (83,4 %).

Millones de euros

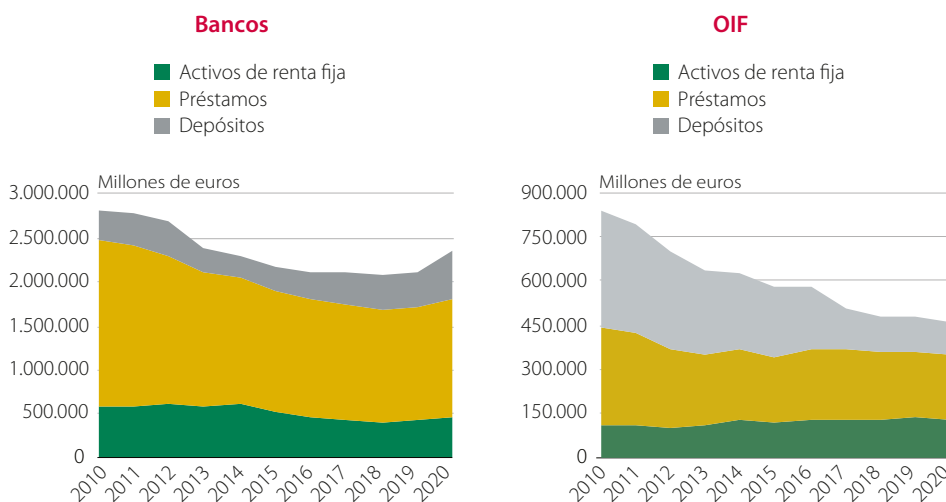
	Bancos	Seguros	Fondos de pensiones	OIF	Total
Activos crediticios (millones de euros)	2.343.831	261.372	74.694	459.994	3.139.891
Depósitos	539.343	17.908	11.140	112.832	681.223
Préstamos	1.330.688	1.785	75	214.121	1.546.669
Activos de renta fija	473.801	241.678	63.479	133.041	911.999
Activos crediticios (% del activo)	86,4	79,4	50,0	52,9	77,3
Depósitos	19,9	5,4	7,5	13,0	16,8
Préstamos	49,0	0,5	0,1	24,6	38,1
Activos de renta fija	17,5	73,4	42,5	15,3	22,5

Fuente: CNMV y Banco de España.

Como puede observarse en el gráfico 4, en los últimos 10 años los activos crediticios tanto de las OIF como de los bancos han seguido una tendencia descendente, que en el caso de los bancos se interrumpió en 2020. Así, desde 2010, los activos crediticios de las OIF han disminuido, en términos acumulados, un 45,2 %, mientras que los de las entidades bancarias lo han hecho con menos intensidad (17 %). En el caso de las OIF, este descenso ha tenido su origen en la fuerte contracción de los vehículos de titulización desde la crisis financiera. Cabe recordar que, dada su naturaleza, prácticamente la totalidad de activos financieros de estos vehículos está conformada por activos crediticios, sobre todo préstamos y, en menor medida, depósitos. En cambio, los activos de renta fija de las OIF han crecido en estos últimos 10 años un 18,3 %, por la mayor relevancia de los fondos de inversión.

Evolución de la intermediación crediticia

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV y Banco de España.

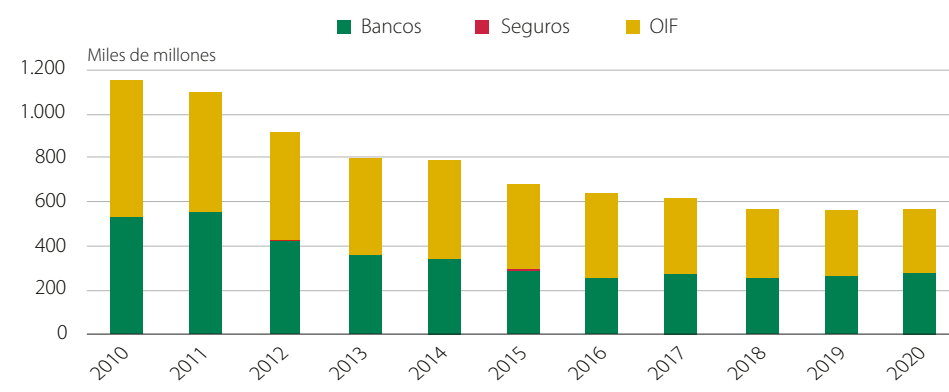
En relación con la financiación recibida por parte de las entidades del sistema financiero, la financiación mayorista, es decir, la financiación obtenida mediante emisiones de bonos, pagarés o adquisición temporal de activos, es una de las fuentes más relevantes de obtención de recursos. Estos instrumentos, que son positivos para la formación de precios y la liquidez en los mercados secundarios, pueden generar

obligaciones a corto plazo y, en consecuencia, riesgos asociados a la transformación de vencimientos y liquidez fuera del sistema bancario. Asimismo, la financiación mayorista podría aumentar la interconectividad entre distintas instituciones financieras y contribuir, por lo tanto, a incrementar la prociclicidad del sistema.

Las OIF españolas alcanzaron su mayor dependencia de la financiación mayorista en 2009, con 647.000 millones de euros, momento a partir del cual esta cifra comenzó a disminuir con fuerza hasta alcanzar 282.000 millones a finales de 2020, tras una reducción del 5,2 % respecto al ejercicio anterior. En términos relativos esto supone un 32,5 % del total de activos financieros de estas entidades, porcentaje que también ha ido disminuyendo progresivamente desde 2009. Si se comparan estas cifras con las referidas a los bancos, se observa, como cabría esperar, que la financiación mayorista de estos está muy por debajo de la de las OIF, con un porcentaje respecto a sus activos financieros de poco más del 10 %.

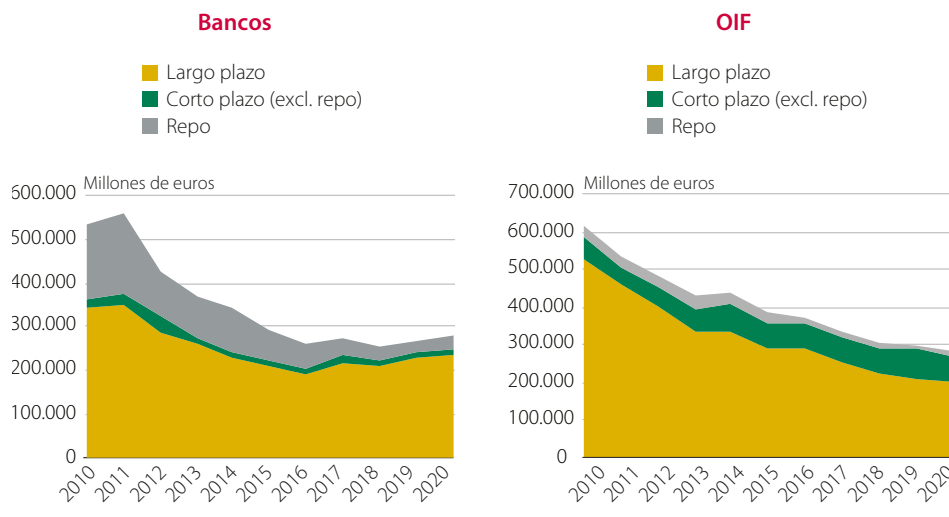
Financiación mayorista de las entidades del sistema financiero

GRÁFICO 5



Fuente: Banco de España.

Dentro de este tipo de obligaciones, la financiación a largo plazo es la fuente predominante para las OIF, con un porcentaje del 72,5 % del total de la financiación mayorista en 2020, mientras que en el caso de los bancos esta cifra se sitúa en el 85,1 % (véase gráfico 6). La evolución a lo largo de los últimos años ha sido dispar entre ambos tipos de entidades: mientras que entre las OIF la dependencia de la financiación a corto plazo incrementó su importancia en los peores momentos de la crisis financiera, tendencia que continuó en los años posteriores aunque a menor ritmo, entre los bancos el peso de la financiación a largo plazo ha ido aumentando desde entonces hasta estabilizarse alrededor del 85 %. No obstante, cabe mencionar que en 2020, por primera vez en 12 años, la importancia relativa de la financiación a corto plazo en las OIF se ha reducido, concretamente en un 1,3 %.



Fuente: CNMV y Banco de España.

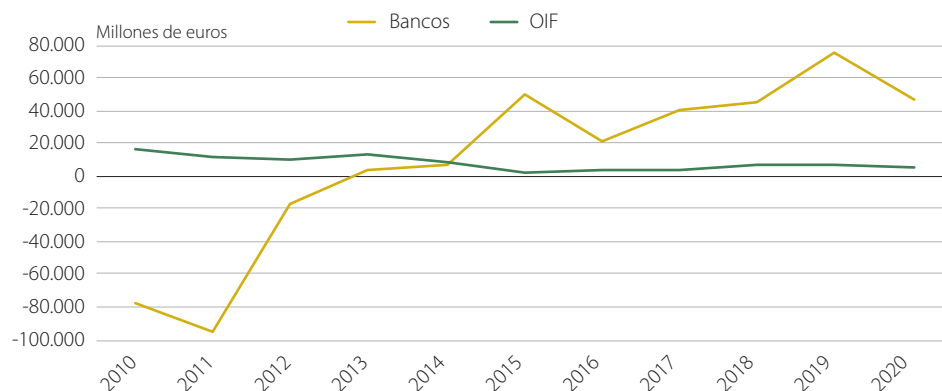
La cesión temporal de activos merece un análisis individualizado dentro de la financiación mayorista, ya que es la tipología con un plazo de amortización más corto y, por tanto, los riesgos asociados pueden ser más elevados en términos de estabilidad financiera. En el caso de las compañías de seguros, la financiación mayorista a través de repos representa la mayor parte de esta, con más de un 95 % del total. No obstante, la financiación mayorista es residual para estas entidades, por lo que las cifras absolutas no son elevadas, con poco más de 4.000 millones de euros en repos.

En el caso de las OIF, la financiación mediante repos ha sido reducida, sin llegar en ningún caso a superar el 9 % del total de la financiación mayorista, habiéndose alcanzado el máximo en 2013 con 36.500 millones de euros, lo que representaba el 8,4 % de la financiación mayorista de estas entidades (véase panel derecho del gráfico 6). En 2020, después de haber estado disminuyendo año tras año, la financiación mediante repos superaba ligeramente los 15.000 millones de euros, tan solo un 5,3 % de la financiación mayorista, aunque con un crecimiento de más del 50 % respecto a 2019. En el caso de las entidades bancarias, este tipo de financiación mediante repos, que se situaba por encima del 30 % en 2010 y 2011, con unas obligaciones que alcanzaron los 180.000 millones de euros, ha ido descendiendo, con algunos altibajos, hasta situarse en el último año en el 10,3 %, con poco más de 28.000 millones de euros.

El análisis de la financiación vía repos en términos netos —es decir, la diferencia entre las transacciones mediante repos en las que la entidad es proveedora de liquidez y aquellas en las que la entidad recibe financiación—, muestra que los bancos fueron receptores de liquidez hasta 2013, momento a partir del que se convirtieron en proveedores netos de liquidez para la economía (véase gráfico 7), con una cifra cada vez mayor hasta 2019, cuando alcanzó los 76.000 millones de euros. En 2020, como consecuencia tanto de una disminución de los repos en el activo bancario como de un aumento de la financiación mediante este instrumento, esta cifra se redujo hasta los 46.000 millones de euros. Las OIF, por su parte, han sido en los últimos años siempre proveedoras netas de liquidez, aunque con valores que fueron reduciéndose hasta 2015 y que han permanecido muy por debajo de los 10.000 millones de euros desde entonces. En 2020, concretamente, se situaban por debajo de los 5.000 millones (7.000 millones en 2019).

Posición neta repos

GRÁFICO 7



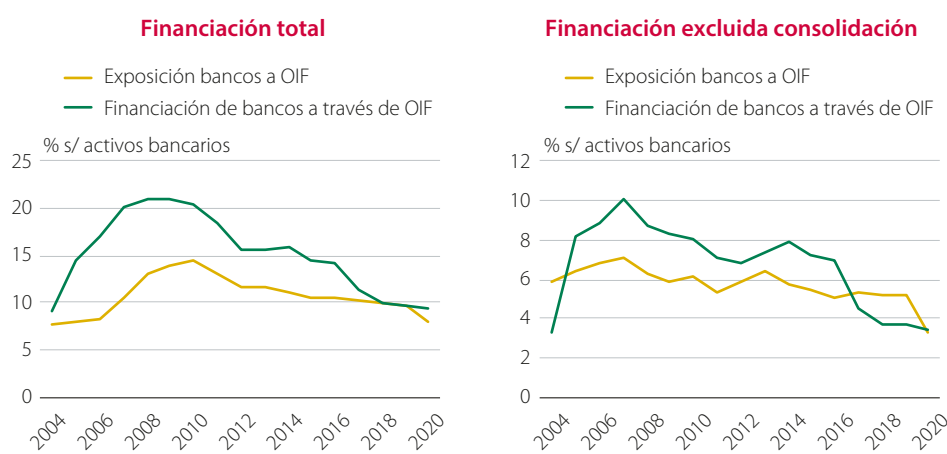
Fuente: Banco de España.

2.2 Interconexión entre las entidades bancarias y las OIF

En periodos de estrés o de dificultades financieras no es relevante únicamente el tamaño de los distintos subsectores financieros, sino también las interrelaciones existentes entre ellos, ya que son canales propicios para el contagio de riesgos. Estas conexiones se pueden dar tanto de forma directa (a través de financiación crediticia, por ejemplo) como de forma indirecta, que se produce cuando dos entidades poseen activos de la misma entidad o el precio de sus acciones o valores de deuda tiene, por distintas razones, un comportamiento muy similar. Para cuantificar la interrelación directa se han obtenido los datos de las exposiciones bilaterales entre sectores financieros. Así, por ejemplo, se ha calculado la interconexión entre los bancos y las OIF en función de los derechos y las obligaciones que tienen los bancos sobre las OIF, todo ello en relación con los activos totales de los bancos (véase gráfico 8).

Interconexión entre las entidades bancarias y las OIF

GRÁFICO 8



Fuente: CNMV y Banco de España.

A finales de 2020, como puede observarse en el panel izquierdo del gráfico 8, los derechos de los bancos en relación con las OIF («Exposición bancos a OIF») suponían un 7,9 % del activo bancario¹⁰ (214.000 millones de euros), cifra que ha disminuido

10 Esta misma cifra suponía un 24,6 % del activo de las OIF.

de forma ininterrumpida desde 2010, cuando llegaron a superarse los 467.000 millones de euros, lo que representaba un 14 % de los activos totales. Por otra parte, las cifras correspondientes a las obligaciones bancarias con las OIF («Financiación de bancos a través de OIF»), suponían en 2020 un 9,4 % del activo de los bancos, tras un descenso en 1 año de 20 puntos básicos (p.b.) y más de 10 puntos porcentuales (p.p.) desde 2008. No obstante, en términos absolutos, la cifra aumentó en poco menos de 15.000 millones de euros, hasta superar los 255.000 millones (véase cuadro 4).

Si se excluyen los derechos u obligaciones de las OIF que consolidan dentro de los propios grupos bancarios¹¹, los porcentajes mencionados se reducen, para el caso de los derechos bancarios, hasta el 3,2 % del activo de los bancos (5,1 % en 2019), mientras que las obligaciones bancarias con las OIF se sitúan en un porcentaje muy similar al anterior, del 3,4 %. Atendiendo a la evolución de esta exposición a lo largo de los últimos años, se puede observar que desde 2007 la interrelación entre los dos subsectores (en términos netos) ha ido descendiendo, habiéndose situado ese año los derechos de los bancos en relación con las OIF cerca del 6 % del activo total bancario y las obligaciones de los bancos con las OIF en el 10 %. Únicamente en 2013 se produjo un aumento de estas dos ratios pero en ningún caso se alcanzaron los valores observados en 2007.

Interconexión entre los bancos y las OIF

CUADRO 4

Millones de euros

	Exposición de los bancos a las OIF		Obligaciones bancarias frente a las OIF	
	Total	Consolidados en grupos bancarios	Total	Consolidados en grupos bancarios
2012	374.996	187.775	499.679	283.068
2013	327.653	149.577	438.661	234.354
2014	303.960	149.456	429.976	215.894
2015	272.698	132.153	376.069	189.633
2016	263.805	138.837	358.520	185.805
2017	262.924	128.099	291.811	176.149
2018	243.269	117.349	246.231	156.837
2019	241.407	112.889	240.617	148.119
2020	214.014	126.262	255.315	161.969

Fuente: CNMV y Banco de España.

La interconexión de las OIF con el resto de sectores del sistema financiero es muy inferior a la que existe con los bancos, siendo la relación con otras entidades pertenecientes al mismo grupo la que presenta los valores más elevados, seguida de la relación con las compañías de seguros. De esta forma, los derechos de las entidades pertenecientes al subsector de las OIF respecto a otras del mismo subsector ascendían a finales de 2020 a algo menos de 26.000 millones de euros (28.000 millones en 2019), mientras que los derechos con las compañías de seguros eran de poco más de 13.000 millones y las obligaciones con estas, de 18.000 millones, ambas cifras muy similares a las del ejercicio anterior. Desde el punto de vista bancario, también la

11 En el caso español los datos de interconexión entre los bancos y las OIF que consolidan en grupos bancarios solo están disponibles para el subsector de los SFV.

mayor interconexión se produce con las OIF¹², seguida de la relación con otras entidades bancarias, que ascendía a finales de 2020 a 98.500 millones de euros, después de reducirse más de 13.000 millones en relación con 2019.

Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, también es importante analizar la interconexión que existe entre los distintos subsectores financieros y los sectores no financieros para conocer en qué grado un periodo de dificultades financieras podría afectar a la economía real. En este caso, los bancos son, como cabría esperar, los que muestran una mayor interconexión con los agentes no financieros de la economía española¹³, siendo especialmente elevada la relación con los hogares, tanto en una dirección como en otra: las obligaciones bancarias con este sector ascendían en 2020 a 973.000 millones de euros, mientras que los derechos bancarios suponían 664.000 millones¹⁴.

12 No se tiene en cuenta la relación con el banco central, cuya interconexión con los bancos comerciales asciende, tanto en una dirección como en otra, a cerca de 300.000 millones de euros.

13 Los agentes no financieros están compuestos por los hogares, las Administraciones públicas (AA. PP.) y las empresas no financieras.

14 Las obligaciones bancarias con las AA. PP. y las empresas financieras ascendían a 99.000 y 324.000 millones de euros, respectivamente; y los derechos de los bancos con estos mismos sectores eran de 315.000 y 526.000 millones de euros.

3 Intermediación financiera no bancaria

Para identificar y evaluar los riesgos asociados a la intermediación financiera no bancaria se emplea el criterio que el FSB desarrolló en 2013, basado en cinco funciones económicas¹⁵ según se ha explicado anteriormente. Esta metodología permite que las diferentes jurisdicciones delimiten su sector de IFNB en función de la actividad de las instituciones y no de su forma legal, y procura una cierta coherencia de los análisis a escala internacional porque permite realizar agregaciones y comparaciones de magnitudes semejantes.

El cuadro 5 muestra un resumen de las cinco funciones económicas que describe el FSB, las entidades del sistema financiero español que pertenecen a cada una de ellas¹⁶ y el volumen de sus activos en 2020. En él se observa que las entidades más relevantes por el tamaño de sus activos pertenecen a la función económica 1 (gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos), al concentrar el 52,1 % de los activos, y a la función económica 5 (intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras), con un 36,5 % del total. A continuación se situarían las entidades de la función económica 2 (concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo), con un 9,5 %, mientras que las otras 2 funciones apenas concentran un 2 % de los activos.

La obtención de la cifra del volumen de activos incluidos en la IFNB se inicia a partir del sector financiero no bancario¹⁷ y se detraen aquellas entidades cuya actividad no puede encuadrarse en ninguna de las cinco funciones económicas descritas en el cuadro 5. En primer lugar, se excluyen los fondos de pensiones, las entidades de seguros y los auxiliares financieros y, posteriormente, se excluyen las entidades de las OIF que tampoco realizan ninguna función económica¹⁸. Además hay que incorporar algunas entidades que no forman parte de las OIF y sí de la IFNB. Estas entidades, que en nuestro caso se corresponderían con las sociedades de garantía recíproca (función económica 4), tienen una relevancia muy pequeña en España, pues sus activos apenas alcanzaban los 1.200 millones de euros en 2020. Finalmente, se excluyen las entidades que, a pesar de pertenecer a una de las funciones económicas descritas, consolidan en grupos bancarios¹⁹.

15 *Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities.*

16 Para un mayor detalle, véase el primer artículo de esta serie: Ispuerto, A. (2019). «Intermediación financiera no bancaria en España». *Boletín de la CNMV*. Trimestre I, pp. 79-122. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_I_2019.pdf.

17 En anteriores ediciones denominado MUNFI (*Monitoring Universe of Non-bank Financial Intermediation*). Se ha seguido la línea marcada por el último informe del FSB, que ha dejado de mencionar este conjunto de entidades de esta manera.

18 Como se comentó en la sección anterior, las OIF que no forman parte de la IFNB son (por orden de importancia en relación con el tamaño de su activo): las instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero, los fondos de inversión de renta variable, los REIT, la SAREB, las CCP y las entidades de capital riesgo.

19 Como se describe en cada uno de los epígrafes de esta sección, la consolidación bancaria viene dada por distintos motivos, pero básicamente por dos: bien la entidad en cuestión está controlada por un banco,

Funciones económicas	Definición	Entidades pertenecientes	Tamaño en millones de euros (% en total IFNB), % var. 2020
EF1	Gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos	Fondos monetarios, fondos de renta fija, fondos mixtos ¹ , fondos de inversión libre (<i>hedge funds</i>) y SICAV	265.405 (52,1 %) -0,7 %
EF2	Concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo	Establecimientos financieros de crédito	48.577 (9,5 %) -18,9 %
EF3	Intermediación en actividades del mercado dependiente de financiación a corto plazo o financiación garantizada	Sociedades de valores	9.562 (1,9 %) 1,8 %
EF4	Entidades que realizan una actividad de <i>facilitación</i> a la creación de crédito	Sociedades de garantía recíproca	1.177 (0,2 %) 10,2 %
EF5	Intermediación crediticia basada en la titulación para la financiación de entidades financieras	Vehículos de propósito especial (SFV) cuyo objeto es la titulación de activos	185.091 (36,3 %) 5,4 %

Fuente: CNMV y Banco de España.

¹ Según el criterio establecido por el FSB, solamente los fondos mixtos con un porcentaje de renta variable inferior al 80 % de la cartera total se incluyen en la EF1. En España, según la legislación vigente, la exposición a la renta variable de los fondos mixtos no puede superar el 75 % de la cartera, por lo que todos ellos se consideran dentro de la IFNB.

Este proceso, que se representa en el gráfico 9, permite determinar la magnitud de la definición estrecha de la IFNB. Como se observa en dicho gráfico, del importe de activos del sector financiero no bancario (1.400.000 millones de euros) se detraen casi 890.000 millones por no pertenecer a ninguna de las funciones contempladas y otros 206.200 millones de euros por consolidar en grupos bancarios. Por tanto, el tamaño de la medida estrecha de la IFNB en España se situó en 303.600 millones de euros en 2020, un 2,3 % por debajo de la cifra de 2019.

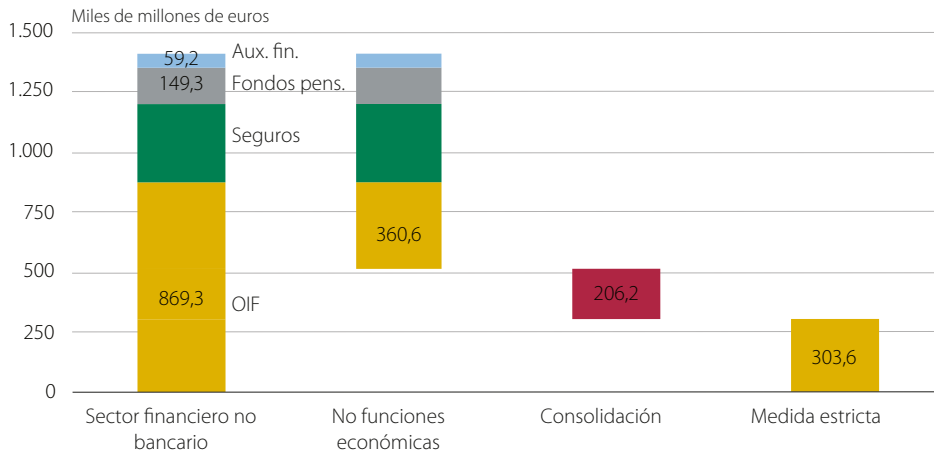
Los activos de la IFNB, tanto si se miden como la suma de los activos de las cinco funciones económicas como si se descuenta el importe consolidado en bancos (medida estrecha), han mantenido su importancia relativa dentro del sistema financiero español en valores reducidos y relativamente estables desde 2012. La crisis impactó de forma significativa en estas entidades reduciendo, sobre todo, el patrimonio de los fondos de inversión y el saldo vivo de las titulaciones. Como se observa en el gráfico 10, los activos del agregado de las cinco funciones económicas representan entre el 10 % y el 12 % del sistema financiero desde aquel año (9,8 % en 2020) y los de la medida estrecha de la IFNB concentran entre el 4 % y el 7 % (5,8 % en 2020). El leve descenso de la importancia relativa de la IFNB en España en 2020 se explica tanto por el fuerte aumento del tamaño del sistema financiero español el año pasado (véase epígrafe anterior) como por el descenso del volumen de los activos de estas entidades, que, como se explica con posterioridad, tiene su origen en la disminución del segmento de establecimientos financieros de crédito (función económica 2). En general, el tamaño de la IFNB en España continúa siendo reducido en relación con los valores observados en otros países de nuestro entorno: la medida estrecha en los países analizados por el FSB se sitúa, en términos agregados, alrededor del 12 % del sistema financiero total y para las economías avanzadas este porcentaje ronda el 15 % (véase panel superior del gráfico 10).

o bien los activos pertenecientes a la entidad están, a su vez, en el balance del banco (por tanto, sujetos a la regulación bancaria). Este último caso sería el de los vehículos de titulación, cuyos activos deben permanecer en el balance bancario si los riesgos y beneficios asociados a ellos no han sido sustancialmente transferidos a terceras partes.

Del sector financiero no bancario a la medida estrecha de la IFNB. 2020

GRÁFICO 9

Intermediación
financiera no bancaria

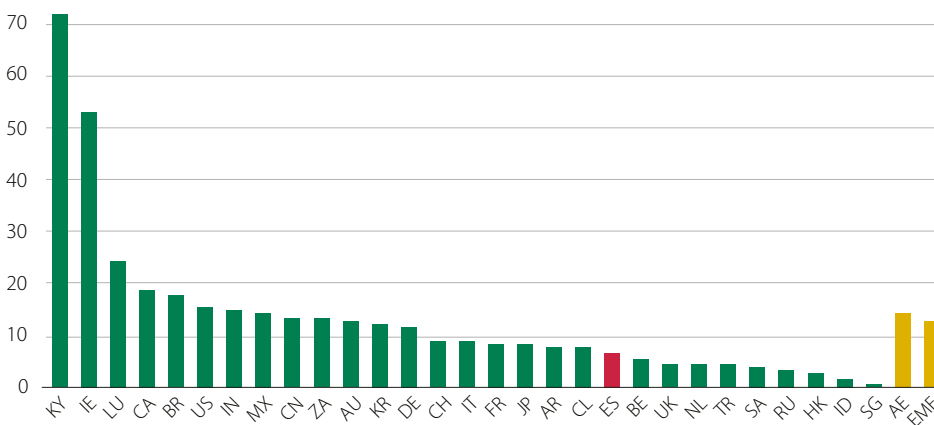


Fuente: CNMV y Banco de España.

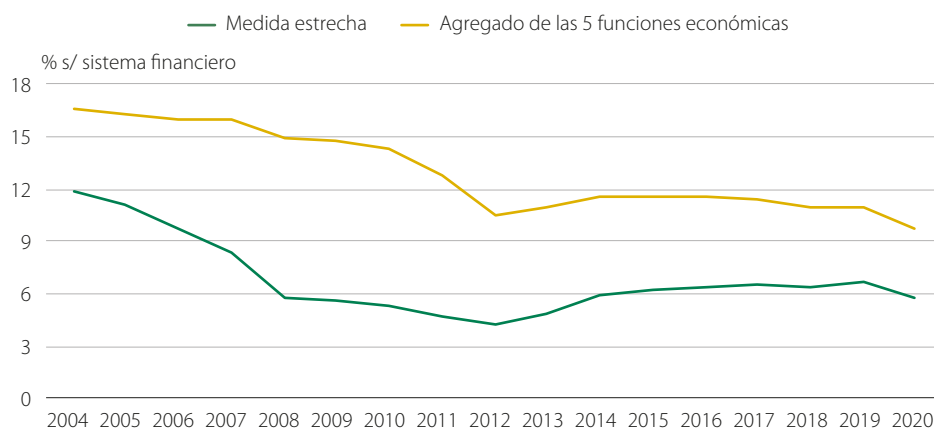
Peso relativo de la IFNB

GRÁFICO 10

Ámbito internacional (FSB, 2019¹)



Evolución en España



Fuente: CNMV y Banco de España.

1 KY: Islas Caimán, IE: Irlanda, LU: Luxemburgo, CA: Canadá, BR: Brasil, US: Estados Unidos, IN: India, MX: México, CN: China, ZA: Sudáfrica, AU: Australia, KR: Corea, DE: Alemania, CH: Suiza, IT: Italia, FR: Francia, JP: Japón, AR: Argentina, CL: Chile, ES: España, BE: Bélgica, UK: Reino Unido, NL: Países Bajos, TR: Turquía, SA: Arabia Saudí, RU: Rusia, HK: Hong Kong, ID: Indonesia, SG: Singapur, AE: economías avanzadas, EME: economías emergentes.

En el cuadro 6 se presentan los activos en 2020 de las entidades que forman parte de la IFNB para cada una de las funciones económicas. Como se ha indicado en ediciones anteriores de este informe, las funciones más relevantes por su tamaño en España son la función económica 1 (EF1), que contiene determinadas clases de los fondos de inversión, y la función económica 5 (EF5), que son los vehículos para la titulización. Los activos al cierre de 2020 de estos dos conjuntos de entidades se situaban en 265.400 y 185.000 millones de euros respectivamente, lo que supone el 52,1 % y el 36,3 % de la IFNB (antes de descontar los activos que consolidan en grupos bancarios). La evolución de ambos fue dispar en 2020, puesto que el patrimonio de los fondos de inversión descendió un 0,7 %, mientras que el saldo vivo de las titulizaciones aumentó un 5,4 %. Los fondos de inversión se vieron afectados de forma significativa por la crisis del COVID-19 en marzo de 2020, que ocasionó tanto un descenso del valor de los activos de estas instituciones como un aumento de los reembolsos netos. En los meses posteriores se vivió una nueva etapa expansiva que dejó el balance anual prácticamente invariable. Por su parte, el aumento del saldo de los vehículos de titulización se explica por el fuerte aumento de las emisiones de estos activos en 2020, en un contexto en el que las entidades financieras incrementaron sus emisiones de deuda en general y de titulizaciones en particular con el fin de obtener financiación del Eurosistema. La función económica 2, que agrupa a los establecimientos financieros de crédito, es la tercera función más relevante (9,5 %), si bien sus activos experimentaron un descenso significativo en 2020 (del 19 %) que explica casi en su totalidad el descenso de los activos de la IFNB en España el año pasado. Esta evolución se justifica por la baja de varias entidades, una de ellas de gran tamaño²⁰. Finalmente, las funciones económicas 3 (sociedades de valores) y 4 (entidades de garantía recíproca) muestran un tamaño muy pequeño, con unos activos que apenas representan el 1,9 % y el 0,2 %, respectivamente, respecto al total de la IFNB.

Estructura de la intermediación financiera no bancaria

CUADRO 6

Millones de euros

	EF1	EF2	EF3	EF4	EF5	Agregado de las cinco funciones	Interm. fin. no bancaria (estrecha)
Tamaño en 2020 (millones)	265.405	48.577	9.562	1.177	185.091	509.812	303.620
Tamaño en 2019 (millones)	267.342	59.893	9.392	1.068	175.620	513.315	310.662
% del total (2020)	52,1	9,5	1,9	0,2	36,3	100,0	-
Crecimiento 2020 (%)	-0,7	-18,9	1,8	10,2	5,4	-0,7	-2,3
Crecimiento acumulado 2002-2007	48,7	79,1	78,4	115,6	647,0	151,9	66,3
Crecimiento acumulado 2008-2019	-7,2	-8,3	-54,3	49,3	-50,5	-29,6	-21,6

Fuente: CNMV y Banco de España.

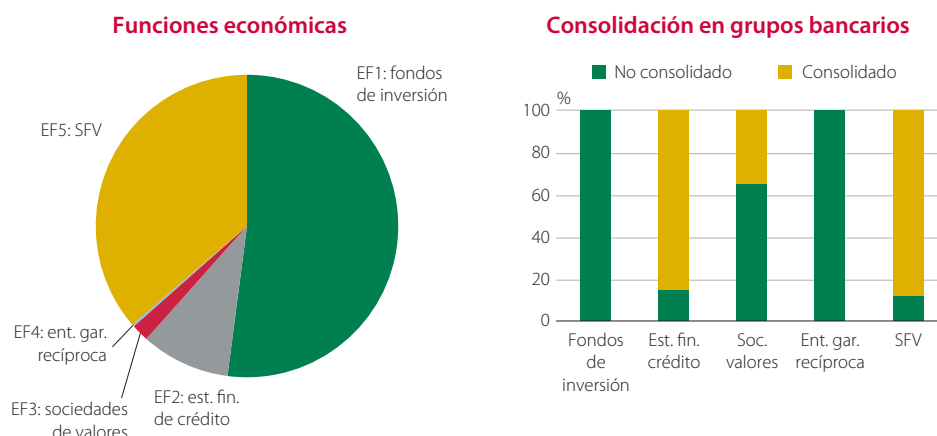
El último paso para determinar la medida estrecha de la IFNB consiste en descontar los activos de las entidades que forman parte de alguna de las cinco funciones económicas que consolidan en bancos. Como se observa en el panel derecho del gráfico 11, esta consolidación afecta, sobre todo, a las titulizaciones y a los establecimientos financieros de crédito, con porcentajes de consolidación ligeramente inferiores al 90 %. También atañe a las sociedades de valores, para las que consolida más del

20 Esta entidad era Santander Consumer EFC, S. A., que fue absorbida por Santander Consumer Finance, S. A., banco perteneciente al mismo grupo.

30 % de su activo. En cambio no afecta ni al patrimonio de los fondos de inversión ni a las entidades de garantía recíproca. Como consecuencia de estas diferencias, la importancia relativa sufre una modificación significativa a favor de los fondos de inversión, que pasan a concentrar el 87,4 % de la medida estrecha de la IFNB, en perjuicio de las titulizaciones, que la ven reducida hasta el 7,6 % %. Las tres funciones restantes representan solo el 5 % de la medida estrecha de la IFNB.

Distribución de la intermediación financiera no bancaria. 2020

GRÁFICO 11



Fuente: CNMV y Banco de España.

3.1 Evaluación de los riesgos de la intermediación financiera no bancaria

El objetivo final de la definición y delimitación de las entidades que conforman la medida estrecha de la IFNB es la identificación y el seguimiento de los riesgos potenciales que estas pueden suponer para la estabilidad financiera. En este epígrafe se plantea una aproximación sobre la valoración del riesgo de crédito, la transformación de vencimientos, el riesgo de liquidez y el apalancamiento en el ámbito de los fondos de inversión²¹, de los establecimientos financieros de crédito, de las sociedades de valores y de los SFV²².

En el cuadro 7 se recoge una representación de la intensidad de los riesgos analizados en función de unos umbrales establecidos que han tenido en cuenta el análisis que sobre estos existe en distintos estudios y foros a nivel internacional, adaptándose a las características de cada tipo de entidad²³. La ausencia de color apunta a la presencia de un riesgo bajo, mientras que los colores morados informan de un riesgo moderado, medio y alto en función de la intensidad del color (claro, medio o fuerte). Como se puede observar en dicho cuadro, el mayor grado de involucración de las entidades de la IFNB en los diferentes riesgos de carácter financiero se produce en el riesgo de crédito y en el de liquidez. En buena medida, la intensidad de estos riesgos está relacionada con la propia naturaleza de las entidades, por lo

21 Se analizan por separado los riesgos asociados a los fondos monetarios, fondos de renta fija y fondos mixtos.

22 Las entidades de garantía recíproca no se incluyen en el análisis, ya que su dimensión en el sector es inferior al 0,5 %.

23 Véase el artículo de Isperto (2019), *op. cit.*, para un mayor detalle de los umbrales definidos para cada riesgo y tipo de entidad.

que tienen lugar pocos cambios a lo largo del tiempo. En el caso del riesgo de crédito²⁴, es natural que aparezca como elevado, puesto que muchas de las entidades de la IFNB se dedican a invertir una proporción mayoritaria de su cartera en activos de deuda (p. ej., muchos fondos de inversión) o en créditos (EFC o SFV). No obstante, es interesante observar el patrón temporal de los indicadores, que siempre es informativo.

Así, en 2020 se observó una leve variación en algunos indicadores de los fondos de inversión y de las sociedades de valores. En estas últimas aumentó el indicador de riesgo de crédito, tras el descenso de 2019, hasta valores similares a los observados en años previos. En los fondos de inversión de renta fija se produjo un aumento del indicador de transformación de vencimientos, que responde al alargamiento del vencimiento medio de los activos en cartera, y en los fondos mixtos se observó un leve aumento del indicador que cuantifica los activos menos líquidos, debido al descenso de las inversiones en activos de deuda pública y al aumento de las inversiones en activos de deuda corporativa y en otras IIC. En general, las diferentes métricas que evalúan el grado de liquidez de la cartera de los fondos no apuntan a la existencia de una vulnerabilidad relevante.

Grado de involucración de la IFNB en los riesgos financieros. 2020

CUADRO 7

	Fondos de inversión			Establecimientos financieros de crédito	Sociedades de valores	SFV: titulización
	Monetarios	Renta fija	Mixtos			
Riesgo de crédito	●	●	●	●	●	●
Transformación de vencimientos	○	●	○	○	○	●
Liquidez de los activos ¹	●	●	●	●	○	●
Apalancamiento ²	○	○	○	●	●	●
Interconectividad con el sistema bancario	○	○	○	○	○	●
Importancia relativa ^{3, 4} (%)	0,9	15,8	29,4	9,5	1,9	36,3

Fuente: CNMV. Para un mayor detalle de los umbrales definidos para cada riesgo y tipo de entidad, véase el artículo Ispuerto, A. (2019). «Intermediación financiera no bancaria en España». *Boletín de la CNMV*. Trimestre I, pp. 79-122.

¹ En el caso de los fondos de inversión, los colores asignados a este riesgo están definidos sobre la medida de liquidez que se basa exclusivamente en el tipo de activo de la cartera.

² En el caso de los fondos de inversión, desde este número la valoración del riesgo de apalancamiento se hace sobre la medida de apalancamiento indirecto, basado en la posición en derivados.

³ Los pesos de cada una de las entidades presentadas en este cuadro no suman el 100 %, ya que no están representadas las sociedades de garantía recíproca ni algunas tipologías de fondos que pertenecen también a la IFNB.

⁴ Estos porcentajes están calculados según el tamaño total del sector, sin descontar las entidades que consolidan en grupos bancarios.

24 Este riesgo se ha calculado como la ratio entre los activos crediticios y los activos financieros totales. Los activos crediticios están compuestos por la tesorería, los depósitos, los préstamos concedidos y los valores de renta fija, tanto nacionales como extranjeros.

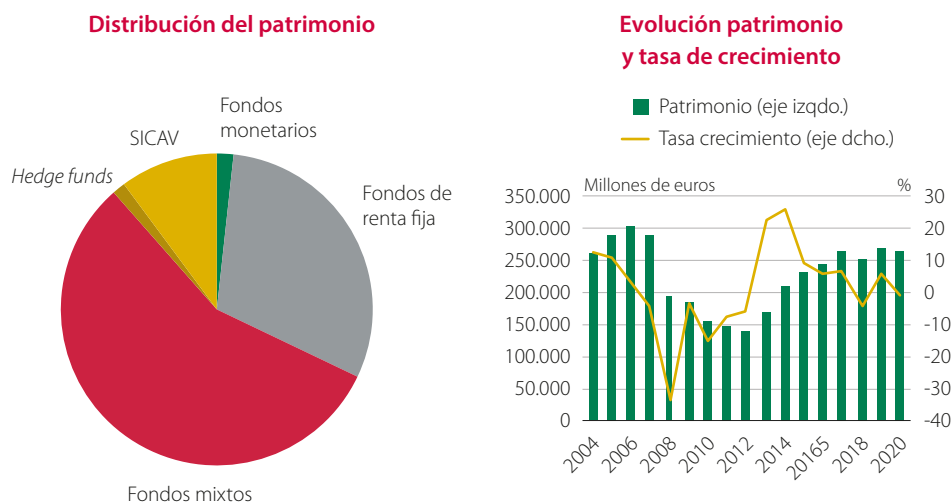
3.1.1 Función económica 1

Como se puede ver en el cuadro 5, la función económica 1 (EF1) se define como la gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos. Teniendo en cuenta estas consideraciones, de las distintas vocaciones de los vehículos de inversión existentes en nuestro país se ha considerado que pertenecen a esta función económica los fondos monetarios, los fondos de renta fija, los fondos mixtos²⁵, los fondos de inversión libre (*hedge funds*²⁶) y las sociedades de inversión de capital variable (SICAV).

Como ya se ha descrito al inicio de este epígrafe, los fondos de inversión pertenecientes a la EF1 representaban en España el 87,4 % del total de la medida estrecha de la IFNB a finales de 2020, por lo que prosigue la tendencia al alza que se observa desde 2010, cuando esta proporción era muy inferior (del 60 %). Sin embargo, como se puede observar en el panel derecho del gráfico 12, el patrimonio de estos fondos experimentó un ligero descenso en 2020 (-0,7 %), por lo que el aumento de su importancia relativa se produjo más bien por el notable retroceso de los activos de los EFC. La evolución del patrimonio de los fondos de inversión en 2020 se vio afectada por la crisis del COVID-19, que provocó disminuciones en el valor de la cartera de los fondos, así como aumentos en los reembolsos netos, sobre todo en el segundo trimestre. Con posterioridad, se inició una tendencia expansiva que prácticamente compensó las pérdidas de los primeros meses y que además se mantiene en 2021.

Distribución de los fondos de inversión pertenecientes a la IFNB

GRÁFICO 12



Fuente: CNMV.

25 Véase nota al pie 1 del cuadro 5.

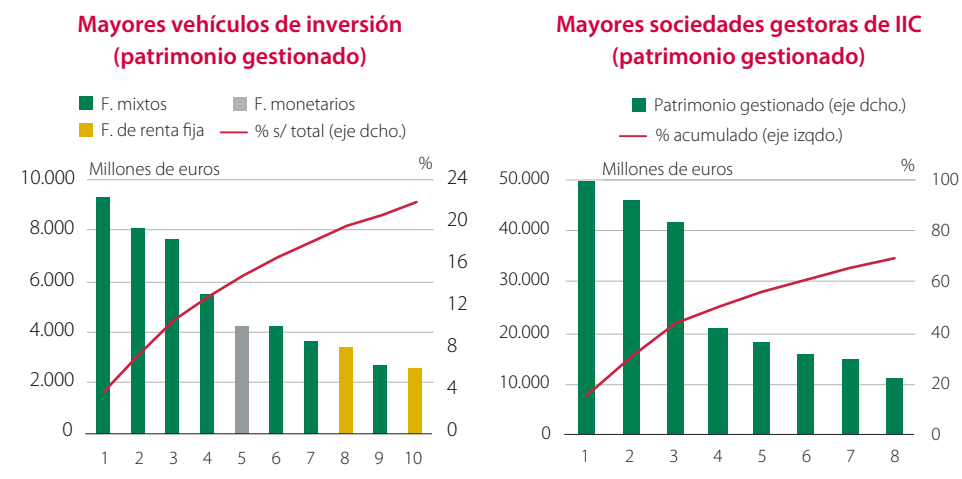
26 Estas instituciones pueden ser susceptibles de reembolsos masivos en sus ventanas de liquidez, si las tuvieran. Dentro de esta denominación se incluyen las cuatro tipologías de inversión libre que existen en España: IIC de inversión libre (fondos y sociedades) e IIC de IIC de inversión libre (fondos y sociedades).

La importancia relativa de los distintos vehículos considerados en la EF1 muestra pocos cambios respecto a los datos de 2019: como se puede observar en el panel izquierdo del gráfico 12, los fondos mixtos españoles representaban más de la mitad de los activos de esta función (56,4 %²⁷), seguidos de los fondos de renta fija (30,4 %) y las SICAV (10,2 %). La importancia relativa de los fondos monetarios (1,7 %) y de los fondos de inversión libre (1,3 %) siguió siendo muy reducida.

En España, a finales de 2020 había un total de 3.773 vehículos de inversión activos pertenecientes a la EF1 (204 menos que en 2019). De ellos, 1.262 correspondían a fondos de inversión, 2.428 a SICAV y 83 a *hedge funds*. Las características de las instituciones de esta función económica continúan siendo similares a las de informes de ejercicios previos. Por una parte, los vehículos de inversión que presentan un tamaño superior son los fondos de inversión: 47 fondos de inversión representaban a finales de 2020 un patrimonio superior a 1.000 millones de euros, una cifra que no superaba ninguna SICAV ni ningún *hedge fund*. Por otra parte, el grado de concentración de estas instituciones es muy elevado y superior al del año previo. Como se observa en el panel izquierdo del gráfico 13, los 4 mayores vehículos concentraban el 13 % de su patrimonio total (11,5 % en 2019) y los 10 fondos de mayor tamaño suponían el 21,9 % del patrimonio (algo menos del 20 % en 2019). También continuó siendo muy elevado el grado de concentración en el ámbito de las gestoras de IIC, puesto que las 3 mayores entidades gestionaban el 43,5 % del patrimonio total y las 7 mayores superaban el 65 %, todas ellas pertenecientes a grupos bancarios (véase panel derecho del gráfico 13).

Concentración en el sector de la inversión colectiva

GRÁFICO 13



Fuente: CNMV.

27 Dentro de los fondos mixtos se engloban distintas categorías de fondos, entre los que destacan los fondos de renta fija mixta, con un peso del 28,9 % del total, los fondos globales (27,4 %) y los fondos de renta variable mixta (20,3 %).

Los fondos de inversión monetarios constituyen un tipo de fondo de inversión abierto que presenta liquidez diaria, diversificación del riesgo y rendimientos coherentes con los que se observan en los mercados de dinero o monetarios. En muchos casos tienen como objetivo proporcionar estabilidad en el importe de la inversión. Estos fondos constituyen una fuente de financiación importante para las entidades financieras, las sociedades no financieras y los gobiernos. También los utilizan a veces los inversores para invertir excedentes de liquidez o para gestionar sus necesidades de financiación a corto plazo. Estos fondos invierten tanto en activos emitidos por las Administraciones públicas como por el sector no financiero, en especial, en papel comercial y certificados de depósitos.

Existen dos tipos de fondos monetarios atendiendo a la valoración de sus activos: fondos de valor constante, que valoran sus activos a coste amortizado, y fondos de valor variable, que incorporan el precio de mercado de los activos. En la Unión Europea existe un subgrupo de fondos dentro de los fondos de valor constante denominado *Low-volatility NAV* (LVNAV), que pueden valorar sus activos a coste amortizado y ofrecer un valor constante siempre que se cumplan determinadas condiciones. Estas características están directamente relacionadas con la percepción de una parte de los inversores sobre el carácter de cuasidinero de los fondos monetarios.

Las características de estos fondos los hacen susceptibles de mostrar ciertas vulnerabilidades que se vuelven más patentes en los periodos de estrés, como los vividos en marzo del año pasado. Estas vulnerabilidades están relacionadas con varios hechos:

- En general, ofrecen la posibilidad de reembolsos diarios, por lo que en momentos de incertidumbre pueden sufrir rápidos y sustanciales aumentos en el importe que los inversores desean reembolsar.
- Las condiciones de liquidez de su cartera (sobre todo en relación con los activos de renta fija privada) pueden no ser las idóneas para atender un aumento significativo de los reembolsos.
- La existencia de algunos umbrales regulatorios que determinan, por ejemplo, el establecimiento de comisiones de reembolso o el cambio de régimen de fondo de valor constante a fondo de valor variable incentiva comportamientos de los partícipes poco beneficiosos para el fondo, como aquellos englobados bajo la denominación *first mover advantage*. Este tipo de comportamientos responden al hecho de que los inversores tienen incentivos para salir en primer lugar del fondo, lo que deja en una situación relativa peor a los partícipes que permanecen en él.
- Los fondos monetarios de valor constante, como ya pusieron de manifiesto la crisis financiera global y también la crisis del COVID-19, son especialmente vulnerables, pues en momentos de crisis los inversores que anticipan una diferencia notable entre el valor de mercado del fondo y su valor constante también tienen incentivos para reembolsar antes que los demás.

- Finalmente, los mercados subyacentes de activos de estos fondos (monetarios), además de poder devenir en poco líquidos, pueden experimentar problemas en la valoración de los activos.

En este contexto, el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB por sus siglas en inglés) presentó a consulta, en junio de este año, un documento con un conjunto de propuestas regulatorias para incrementar la resiliencia de estas instituciones. Estas propuestas giran en torno a los siguientes ejes:

- Trasladar a los inversores que reembolsan el coste de su reembolso. Para ello se proponen herramientas como el *swing pricing*, que permite trasladar al inversor que solicita el reembolso parte del coste de dicha operación.
- Mecanismos de absorción de pérdidas. Se proponen colchones de capital y opciones como la *posición mínima en riesgo*. Conforme a esta última, una proporción de la cartera del fondo no podría ser reembolsada en un periodo de tiempo determinado.
- Mecanismos para reducir los efectos de los umbrales regulatorios. Entre ellos estaría la eliminación del vínculo entre los umbrales y la imposición de comisiones o restricciones a los reembolsos y también la eliminación de los fondos a valor constante.
- Reducción de la transformación de liquidez. Para ello se proponen medidas a fin de reforzar los requisitos de liquidez de los activos en cartera y establecer límites en relación con la elegibilidad de los activos.

Otras instituciones de carácter supranacional, como la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB) también están trabajando en propuestas de reforma para los fondos monetarios, que tienen puntos en común con las realizadas por el FSB.

En España, únicamente existen dos fondos monetarios, ambos de valor variable. Estos fondos no experimentaron ninguna dificultad durante la crisis del COVID-19, que afectó sobre todo a fondos de otras jurisdicciones (EE. UU., Luxemburgo, Irlanda y Francia), mayoritariamente de valor constante (algunos de ellos LVNAV). A pesar del reducido peso de este sector en España, la CNMV, en razón de su labor supervisora de estas instituciones, está participando activamente en los debates de los diferentes grupos de trabajo internacionales. Desde el punto de vista de la CNMV, la medida más relevante que podría atajar de raíz las vulnerabilidades de estos fondos es la eliminación de los fondos a valor constante, puesto que esta característica fomenta el poco deseado *first mover advantage* por parte de los inversores. Esta medida supondría eliminar los umbrales regulatorios actuales y permitiría el uso de herramientas de gestión de la liquidez como el *swing pricing* que solo tienen sentido en fondos de valor variable. Finalmente, los mecanismos de absorción de pérdidas serían inefectivos y poco deseables atendiendo a la naturaleza de estas instituciones (activo de inversión en el que se asume un riesgo a cambio de una expectativa de rentabilidad).

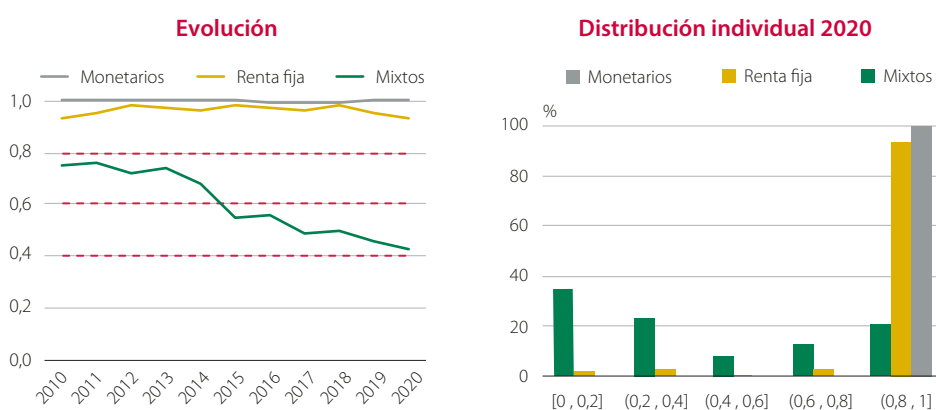
La intensidad de los riesgos asociados a los fondos de inversión es, en términos generales, reducida, si bien cabe señalar algunas particularidades importantes para estas instituciones, así como la evolución de ciertos indicadores a lo largo del tiempo. Como puede observarse en el cuadro 7, la valoración más elevada sigue producién-

dose en el indicador de riesgo de crédito, pues la propia naturaleza de los fondos que pertenecen a la IFNB hace que tengan una proporción muy alta de activos crediticios en sus carteras. Esta proporción es mayor en los fondos monetarios, en los que, con pocas oscilaciones, se sitúa muy cerca del 100 %, y en los fondos de renta fija, en los que era del 93 % en 2020. En los fondos mixtos, en cambio, esta proporción es mucho más reducida, del 43 % en 2020, observándose, además, una tendencia a la baja desde hace varios años (en 2011 este porcentaje era del 76 %). Esta tendencia se explica por la relevancia creciente de los activos de renta variable en las carteras de estos fondos, de rendimiento esperado superior, favorecida por el contexto de tipos de interés muy bajos.

Atendiendo a los datos individuales, se puede observar en el panel derecho del gráfico 14 que los dos fondos monetarios que existían en nuestro país a finales de 2020 tenían un porcentaje de activos crediticios superior al 80 %, mientras que en el caso de los fondos de renta fija se superaba este umbral en más del 90 % de los casos (en términos patrimoniales²⁸). En cambio, en los fondos mixtos, este umbral solamente lo superaban fondos que acumulaban un 21 % del total del patrimonio, mientras que casi un 60 % estaba en un nivel de riesgo bajo (inferior al 40 %).

Riesgo de crédito en las distintas tipologías de fondos de inversión

GRÁFICO 14



Fuente: CNMV.

En cuanto al riesgo de transformación de vencimientos —es decir, la capacidad o no por parte de la entidad de satisfacer sus obligaciones a corto plazo—, en el caso de los fondos de inversión se ha utilizado la ratio entre los activos a largo plazo y el patrimonio gestionado por el fondo, en lugar de la relación entre el pasivo y activo a corto plazo como en el resto de entidades. Esta diferencia en el cálculo de la ratio encuentra su causa en el hecho de que en los fondos de inversión los partícipes pueden reembolsar sus participaciones con una frecuencia elevada —en la mayoría de casos, de forma diaria—, por lo que el pasivo a corto plazo no es representativo de todas las posibles *obligaciones* del fondo.

Como se observa en el panel izquierdo del gráfico 15, este indicador únicamente muestra un valor más elevado en los fondos de renta fija, en los que la proporción

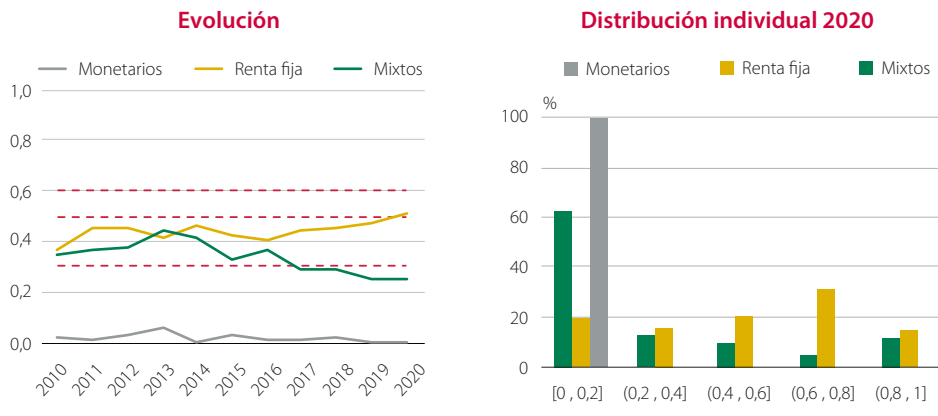
28 Cabe destacar que un 4 % del patrimonio de los fondos de renta fija tiene una proporción de activos crediticios inferior al 40 % por invertir prácticamente la totalidad de su patrimonio en otras ILC, que, a pesar de ser en la mayoría de casos otros fondos de renta fija, se consideran a efectos analíticos como una inversión en renta variable.

de activos a largo plazo sobre el total era ligeramente superior al 50 % en 2020, continuando una tendencia alcista que se inició en 2016, cuando este porcentaje era del 40 %. El alargamiento del plazo de vencimiento de los activos en cartera de los fondos, probablemente realizado con el fin de obtener un rendimiento superior, explicaría este comportamiento, que, por otra parte, implica un aumento de la sensibilidad de estos fondos a cambios en los tipos de interés. En el resto de vocaciones, el valor del indicador relacionado con la transformación de vencimientos es bajo; de hecho, en los fondos monetarios es prácticamente inexistente debido a las fuertes restricciones que tienen para invertir en activos a largo plazo²⁹. En los fondos mixtos, la proporción de activos a largo plazo fue superior al 30 % hasta 2016, pero desde entonces muestra una tendencia a la baja, situándose en el 25,2 % en 2020.

En relación con la distribución individual de la ratio entre fondos, como se observa en el panel derecho del gráfico 15, en los dos fondos monetarios registrados a finales de 2019, el porcentaje de activos a largo plazo estaba por debajo del 20 %. Respecto de los fondos de renta fija y mixtos, aunque en términos globales no parece detectarse un nivel elevado del riesgo de transformación de vencimientos, el análisis individualizado indica que hay una parte importante de fondos con una proporción alta de activos a largo plazo en su cartera. En particular, un 46 % y un 16 % del patrimonio de estas 2 tipologías de fondos, respectivamente, mostraban un porcentaje de activos a largo plazo superior al 60 % del patrimonio total en 2020.

Transformación de vencimientos en las distintas tipologías de fondos de inversión

GRÁFICO 15



Fuente: CNMV.

El análisis del riesgo de liquidez es complejo, puesto que no existe una definición única e inequívoca de *activo líquido*. Como concepto general, la liquidez de un activo se asocia con la posibilidad de comprarlo o venderlo en un tiempo reducido sin incurrir en pérdidas elevadas. Por tanto, este concepto está relacionado con la propia naturaleza del activo y también con la coyuntura de los mercados financieros, dado que en momentos turbulentos la liquidez de los activos suele disminuir con rapidez. Como se ha indicado en números anteriores de este informe, la CNMV computa diferentes métricas de liquidez en el ámbito de los fondos de inversión, todas ellas complementarias, que tienen en cuenta el tipo de activo financiero, la calificación crediticia del emisor y las condiciones del mercado.

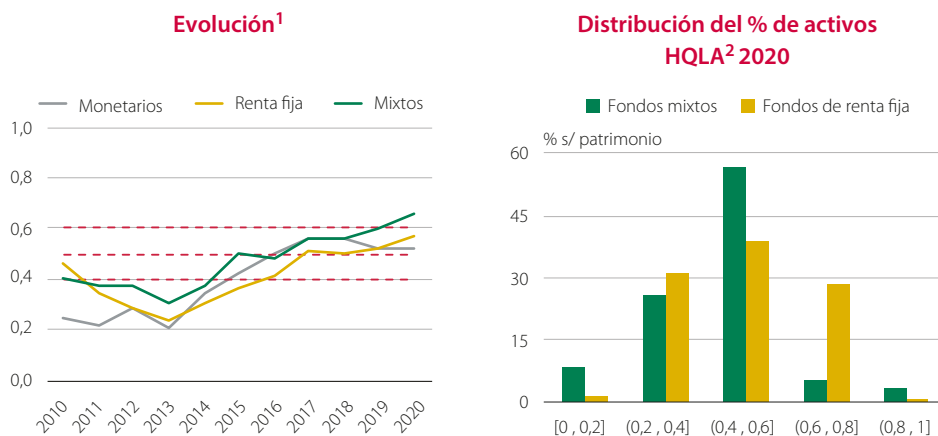
29 En los fondos monetarios la duración media de la cartera debe ser inferior o igual a 60 días y el vencimiento medio no puede superar los 120 días.

La evaluación de las condiciones de liquidez de la cartera de los fondos es especialmente importante debido al hecho de que la mayoría de estas instituciones permite reembolsos con carácter diario, una característica que puede ser una fuente de vulnerabilidad para ellas ante un incremento significativo e inesperado del volumen de peticiones de reembolso como el que se vivió en marzo de 2020 (este fenómeno es conocido como *liquidity mismatch*). Por tanto, una parte importante de la tarea de supervisión de la CNMV consiste en asegurar que estas instituciones gestionan este riesgo de manera adecuada y que, en particular, su cartera tiene un grado suficiente de liquidez para afrontar una situación de este tipo. La gestión del riesgo de liquidez no solo incluye la evaluación de la liquidez de la cartera de los fondos, que se detalla a continuación, sino también el uso apropiado de las herramientas de gestión de la liquidez que existen en la legislación y que se describen en el epígrafe 3.2. En este epígrafe también se incluyen los resultados del último test de estrés efectuado por la CNMV con el fin de contrastar el grado de resistencia de la industria ante un aumento extremo simulado en el volumen de peticiones de reembolsos.

Pues bien, las tres métricas para evaluar las condiciones de liquidez de la cartera de los fondos, que se exponen a continuación, indican que estas condiciones son favorables, si bien se detecta un ligero deterioro en alguna de ellas. La primera métrica evalúa la proporción de activos de menor liquidez definiendo como activos líquidos: los depósitos, la deuda pública, las emisiones avaladas, los repos y el 50 % del valor de la cartera de renta variable. La proporción de activos menos líquidos basada en esta medida ha mostrado una tendencia al alza desde 2013 para todas las vocaciones contempladas, si bien se ha estabilizado para los fondos monetarios desde hace ya varios años. Sin embargo, en 2020 continuó aumentando en el caso de los fondos mixtos y los de renta fija. El aumento de la proporción de activos menos líquidos durante los años previos tiene origen tanto en el descenso de la inversión en activos más líquidos, como la deuda pública o los depósitos, como en el aumento de la inversión en activos de deuda corporativa y en otras IIC. Dado que estas últimas pueden invertir en activos líquidos, las proporciones presentadas en el gráfico deben ser interpretadas como un nivel de referencia máximo de activos menos líquidos.

La segunda métrica incorpora las calificaciones crediticias de los diferentes tipos de activos, de manera que, en función de esta calificación y del tipo de activo, se realiza un supuesto sobre la proporción de la cartera que puede considerarse formada por activos líquidos de alta calidad (*High Quality Liquid Assets*, HQLA). Esta métrica es ampliamente utilizada en numerosos estudios de referencia y, en nuestro caso, en los ejercicios de test de estrés comentados. Pues bien, la distribución de esta proporción de activos para el año 2020 se expone en el panel derecho del gráfico 16³⁰. En él se observa que la proporción de activos líquidos es alta: el 68 % del patrimonio de los fondos de renta fija y el 66 % del patrimonio de los fondos mixtos presentan una proporción de activos líquidos superior al 40 % de la cartera total. Estos porcentajes son superiores a los estimados en 2019 (64 % y 50 % respectivamente). La aparente contradicción entre el aumento de los activos HQLA y el deterioro de los activos líquidos de la primera métrica se explica por el incremento de las inversiones en otras IIC, que se descartan en el análisis de HQLA, mientras que se consideran ilíquidas en la primera métrica.

30 El número de fondos incluidos en este análisis es inferior al total de fondos pertenecientes a la EF1, ya que se han excluido los fondos cuya inversión en otras IIC es superior al 60 %. Para estos fondos se considera que no se puede realizar una evaluación apropiada de las condiciones de liquidez de una parte suficientemente relevante de su patrimonio.



Fuente: CNMV.

¹ Se mide como la proporción de activos menos líquidos sobre el patrimonio total, considerando activo líquido: los depósitos, la deuda pública, las emisiones avaladas, los repos y el 50 % del valor de la cartera de renta variable.

² Se consideran activos líquidos de alta calidad (HQLA): el efectivo y los depósitos en su totalidad, el 50 % del valor de la renta variable y porcentajes variables de la deuda pública, la renta fija privada y las titulizaciones, dependiendo de su calificación crediticia. Así, el porcentaje de la deuda pública que se consideraría líquido oscila entre el 0 % y el 100 %; el de la renta fija privada, entre el 0 % y el 85 %, y el de las titulizaciones, entre el 0 % y el 65 %.

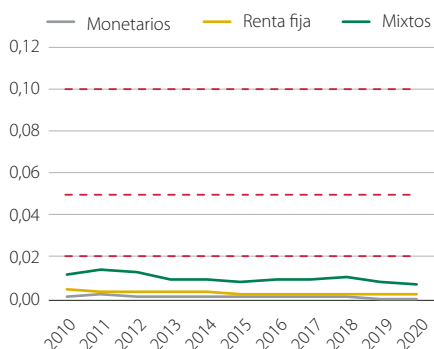
La última de las métricas evaluadas se calcula únicamente sobre los activos de la cartera de renta fija privada, pues se considera que estos pueden experimentar deterioros más intensos de la liquidez en periodos de incertidumbre en los mercados. Para el análisis se tiene en cuenta su vencimiento (se consideran líquidos si su duración es inferior a 1 año) y la disponibilidad de un número representativo de intermediarios dispuestos a su compra y venta con un diferencial normal de mercado. La proporción de activos menos líquidos evaluada de esta manera, que llegó a representar el 30 % de la cartera de renta fija privada de los fondos en 2009, se ha reducido progresivamente durante los años posteriores hasta alcanzar mínimos cercanos al 4 % a finales de 2020 (el 0,8 % del patrimonio de los fondos de inversión). Esta métrica tampoco apunta a ninguna vulnerabilidad en relación con las condiciones de liquidez de la cartera de los fondos.

Finalmente, en relación con el apalancamiento de las IIC, en la legislación española se establece que las IIC mobiliarias (a excepción de las de inversión libre) únicamente pueden endeudarse de forma transitoria y por algún motivo específico³¹, y nunca superar el 10 % de su patrimonio. En España, ninguna categoría superaba el 1 % en 2020 y, al menos desde 2009, no se ha superado nunca el 2 %³² (véase panel izquierdo del gráfico 17). A nivel individual, ningún fondo de renta fija superaba el 2 % del nivel de apalancamiento. En relación con los fondos mixtos, un 0,6 % en términos patrimoniales superaba este umbral, mientras que para un 0,1 % el nivel de apalancamiento directo estaba por encima del 5 %. En todos los casos se trataba de deudas a corto plazo.

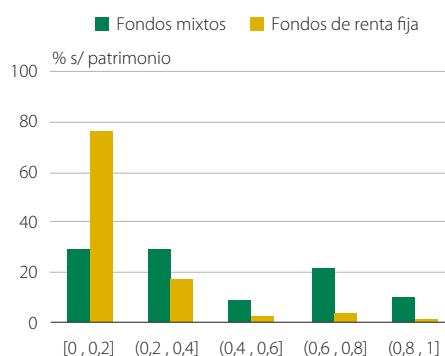
31 Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

32 Para estimar el nivel de apalancamiento de los fondos de inversión se ha calculado la ratio entre el pasivo de estos vehículos y su patrimonio.

Evolución del apalancamiento directo



Distribución del apalancamiento indirecto en 2020¹



Fuente: CNMV.

¹ Fondos de inversión, tanto UCITS como cuasi-UCITS, que utilizan el método del compromiso y que pertenecen a la IFNB (excepto para los fondos monetarios).

Sin embargo, estas instituciones pueden apalancarse mediante el uso de derivados, una parcela de análisis que está en desarrollo y en la que se van a emplear los indicadores propuestos recientemente por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) para hacer un seguimiento del apalancamiento de estas instituciones a escala internacional³³. La información disponible en la CNMV sobre el uso de derivados por parte de las IIC españolas sigue sin indicar la existencia de vulnerabilidades relevantes en ninguno de los posibles riesgos que puede generar esta operativa (de contraparte, de mercado y de contagio). Se calcula que a finales de 2020 la exposición al riesgo de mercado, evaluado para las IIC pertenecientes a la IFNB que están sujetas a la normativa sobre instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS) en relación con los límites de apalancamiento³⁴ y que realizan sus cálculos a través de la metodología del compromiso³⁵ (96 % del total en términos patrimoniales³⁶), suponía el 29,8 % de su patrimonio³⁷, prácticamente la misma proporción que en 2019 (28,3 %) y muy por debajo del máximo permitido por la legislación vigente (100 % del patrimonio). Si se analizan de forma individualizada los fondos de inversión

33 IOSCO (2019). *Final Report on Recommendations for a Framework Assessing Leverage in Investment Funds*. Diciembre.

34 Se incluyen tanto las IIC que cumplen con la normativa UCITS en su totalidad como aquellas que no la cumplen completamente (IIC acogidas a alguna de las excepciones del artículo 72 del Real Decreto 1082/2012), aunque sí lo hacen en relación con la operativa de derivados.

35 El método europeo del compromiso, cuyas especificidades técnicas se recogen en las directrices de ESMA —*ESMA Guidelines on risk measurement and the calculation of global exposure and counterparty risk for UCITS* (CESR/10-788)— permite calcular la exposición a partir de la conversión de todos los contratos de derivados en la inversión equivalente en su activo subyacente. La metodología se basa en considerar el valor de mercado del activo subyacente (o su valor nominal si es más conservador), ajustándolo por la delta en el caso de las opciones e incorporando unas reglas para compensar las posiciones largas con posiciones cortas del mismo subyacente (*netting*), así como entre diferentes subyacentes (*hedging*).

36 No se incluyen en este caso las IIC de inversión libre, que se analizan posteriormente.

37 Cabe mencionar que el nivel de apalancamiento está sobreestimado en algunas de las IIC que invierten parte de su patrimonio en otras IIC. Esto se debe a que el cálculo del riesgo de mercado generado por la operativa en derivados que surge como consecuencia de esta inversión lo establecen, por una cuestión de simplificación de cálculos, como el 100 % de la inversión en otras IIC.

mixtos y los de renta fija³⁸, se puede observar que la exposición al riesgo de mercado era inferior al 40 % en más del 93 % de los fondos de renta fija y del 59 % de los fondos mixtos (en términos patrimoniales). Estos porcentajes son superiores a los de 2019, por lo que se puede deducir un aumento del patrimonio de los fondos con riesgo de mercado reducido, si bien también se observa un incremento del patrimonio de los fondos mixtos con el riesgo más alto (entre el 80 % y el 100 %).

Del resto de IIC que forman parte de la IFNB (4,1 % del total del patrimonio), alrededor de un 1,1 % del patrimonio se corresponde con IIC que declaran no realizar ningún tipo de operativa con derivados; un 1,4 %, con IIC sujetas también a la normativa UCITS en los límites de apalancamiento y cuya exposición al riesgo de mercado se calcula de acuerdo con la metodología del *VaR* y, finalmente, un 1,6 %, con IIC sujetas, en términos generales, a la normativa UCITS, pero con la posibilidad de acogerse a una mayor flexibilidad en ciertos aspectos de la operativa a través de instrumentos derivados, pudiendo superar el límite del 100 % de exposición al riesgo de mercado. En el caso de estas últimas, denominadas cuasi-UCITS, el nivel de exposición se situaba alrededor del 90 %.

Finalmente, por lo que respecta a las IIC de inversión libre (IICIL, incluidas en la categoría de IIC alternativas y, por tanto, con una regulación más flexible), la evidencia empírica también refleja un nivel de apalancamiento, en general, moderado (34,9 % a nivel bruto³⁹ y agregado), ya que tan solo algunos fondos aislados realizan un uso más intensivo de este. En el caso de las IIC de inversión libre puras, 6 instituciones superaban en diciembre de 2020 el 100 % de apalancamiento bruto, con una cifra máxima del 145 %. Por lo que se refiere a las IICIICIL —es decir, los fondos y sociedades que invierten en otras IICIL—, se debe tener en cuenta que el apalancamiento se asume en gran medida de forma indirecta a través de la inversión en IIC de inversión libre, siendo el apalancamiento directo bruto observado muy reducido: tan solo 2 instituciones (de un total de 7) comunicaron apalancamiento directo, una de ellas del 32 % y la segunda del 65 %.

El riesgo de contraparte —es decir, el riesgo de que las dificultades financieras de una entidad se transmitan a sus contrapartes o prestamistas—, que se amplifica con un elevado uso del apalancamiento, no se ha materializado en los fondos de inversión españoles. La exposición a este riesgo, que en el caso de estos vehículos se origina en las operaciones de derivados contratadas en mercados no organizados (OTC) a través de las operaciones pendientes de liquidar, se encuentra en niveles muy reducidos y alejados de los importes que podrían considerarse potencialmente sistémicos. Así, a finales de 2020 los saldos deudores conjuntos de las IIC UCITS y cuasi-UCITS por operaciones con derivados OTC representaban el 0,33 % del patrimonio total. A esta cifra habría que descontarle el valor de los activos que los fondos de inversión y SICAV reciben como garantía para cubrir el posible impago de las contrapartidas, que suponía el 0,11 % de su patrimonio, por lo que el riesgo de contrapartida soportado por las IIC (neto de colateral y a nivel agregado) a finales de 2020 se situaba en el 0,22 %. En el caso de las IIC de inversión libre (incluidas las IIC que invierten en IICIL), el saldo deudor por operaciones de derivados OTC se situaba al cierre de 2020 en el 0,56 %.

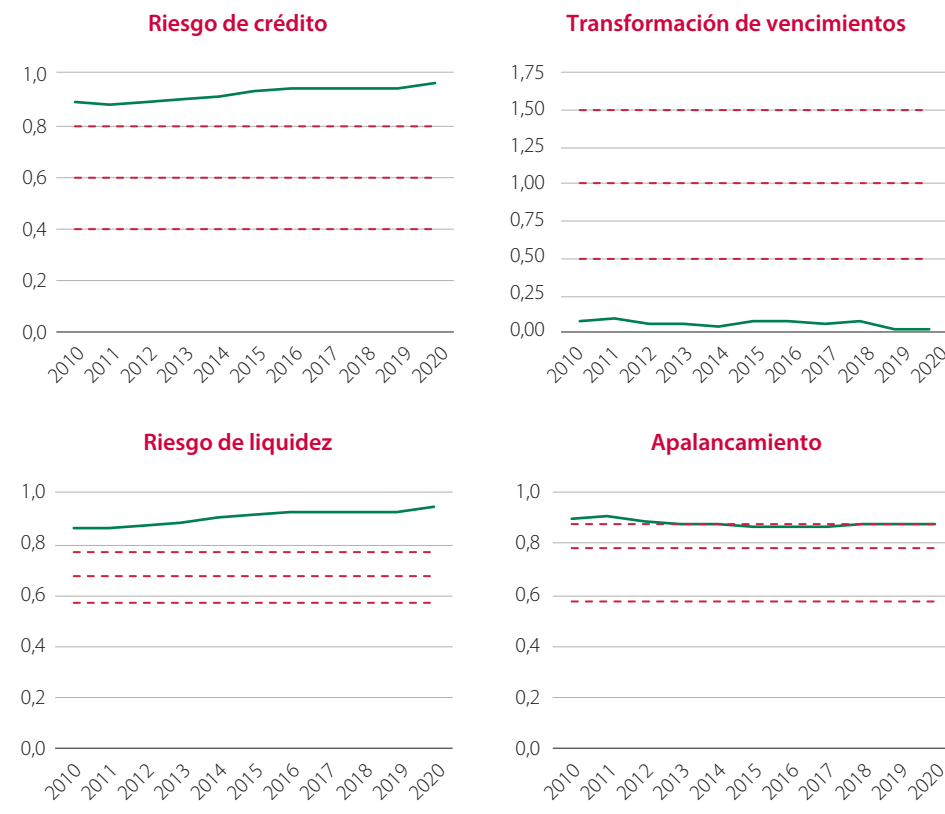
38 En términos agregados, en los fondos de renta fija que utilizan la metodología del compromiso, el nivel de apalancamiento era del 12,0 %, mientras que en los fondos mixtos esta cifra era del 39,3 %.

39 El nivel de apalancamiento bruto se calcula a partir de la suma, en valor absoluto, de los importes nominales de los contratos de derivados, es decir, se suman los importes de las posiciones largas y las posiciones cortas, ambas con signo positivo.

3.1.2 Función económica 2

La función económica 2, definida como la concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo, puede estar compuesta por una amplia variedad de entidades y, dependiendo de la jurisdicción, con marcos jurídicos muy diferentes. En el caso español pertenecen a esta función económica los establecimientos financieros de crédito. En España los activos financieros de estas entidades representan, como se ha comentado anteriormente, el 9,5 % del total de funciones económicas, con casi 49.000 millones de euros a finales de 2020⁴⁰, tras un descenso del 18,9 % en relación con el ejercicio anterior. Si se sustrae el importe que consolida en los grupos bancarios, los activos financieros de estas entidades descienden hasta 7.600 millones de euros, es decir, un 2,5 % de la medida estrecha de la IFNB, un peso muy similar al de 2019. Los paneles del gráfico 18 ilustran varios indicadores de riesgo calculados para estas entidades. Aunque algunos de ellos son elevados, no serían importantes en términos de estabilidad financiera debido al peso reducido de estas entidades dentro de la IFNB comentado anteriormente.

Evolución de los riesgos en los establecimientos financieros de crédito GRÁFICO 18



Fuente: CNMV.

Como se puede observar en el panel superior izquierdo del gráfico, la valoración del riesgo de crédito es elevada para estas entidades debido a la naturaleza de su actividad, ya que más del 90 % de los activos financieros corresponde a créditos concedidos. Por otro lado, el nivel de apalancamiento y el riesgo de liquidez son también altos, y se sitúan en el 90 % y el 97 %, respectivamente, como consecuencia del reducido nivel de fondos propios y de activos líquidos que poseen estas entidades. Por

40 Desde 2008 el descenso acumulado es ligeramente superior al 30 %.

su parte, en relación con el riesgo de transformación de vencimientos, el indicador ha mostrado valores sustancialmente bajos, muy por debajo del 25 %, habiendo disminuido, además, de forma notable en los últimos 2 años hasta situarse en el 2,5 % en 2020 (véase panel superior derecho del gráfico 18). Este descenso se debió a las pocas obligaciones a corto plazo de los EFC, que ascendían tan solo a 500 millones de euros en su conjunto.

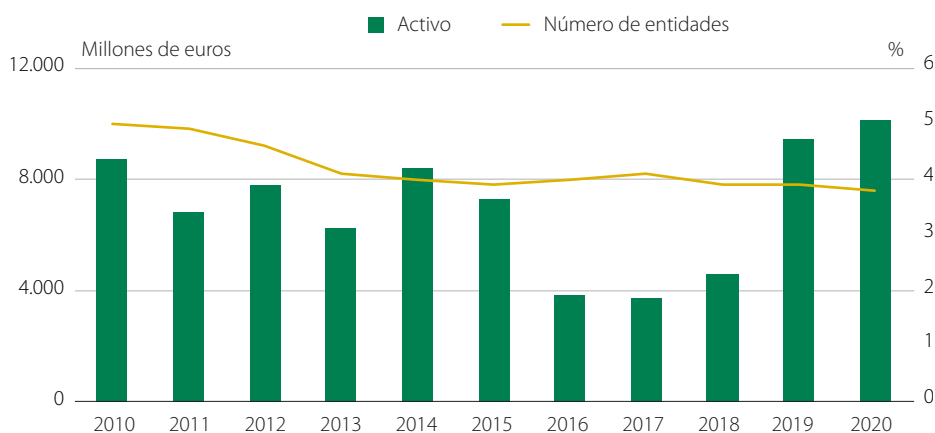
3.1.3 Función económica 3

La EF3 viene definida como la intermediación en actividades del mercado dependiente de financiación a corto plazo o financiación garantizada. En España pertenecen a esta categoría las sociedades de valores.

A finales de 2020 había un total de 38 sociedades de valores registradas en la CNMV, que contaban con un activo total de 10.102 millones de euros, lo que supone un aumento del 7,3 % en relación con el año 2019 (véase gráfico 19). A pesar de ello, el tamaño de este sector continúa siendo relativamente reducido, si se compara con el de otras jurisdicciones, ya que en nuestro país los servicios de inversión los proporcionan en su mayoría las entidades de crédito. Así, cerca del 90 % de las comisiones percibidas por estos servicios en 2020 correspondía a estas últimas, mientras que las sociedades de valores recibieron alrededor del 8 %⁴¹ (el restante correspondió a las agencias de valores).

Activos de las sociedades de valores y número de entidades

GRÁFICO 19



Fuente: CNMV.

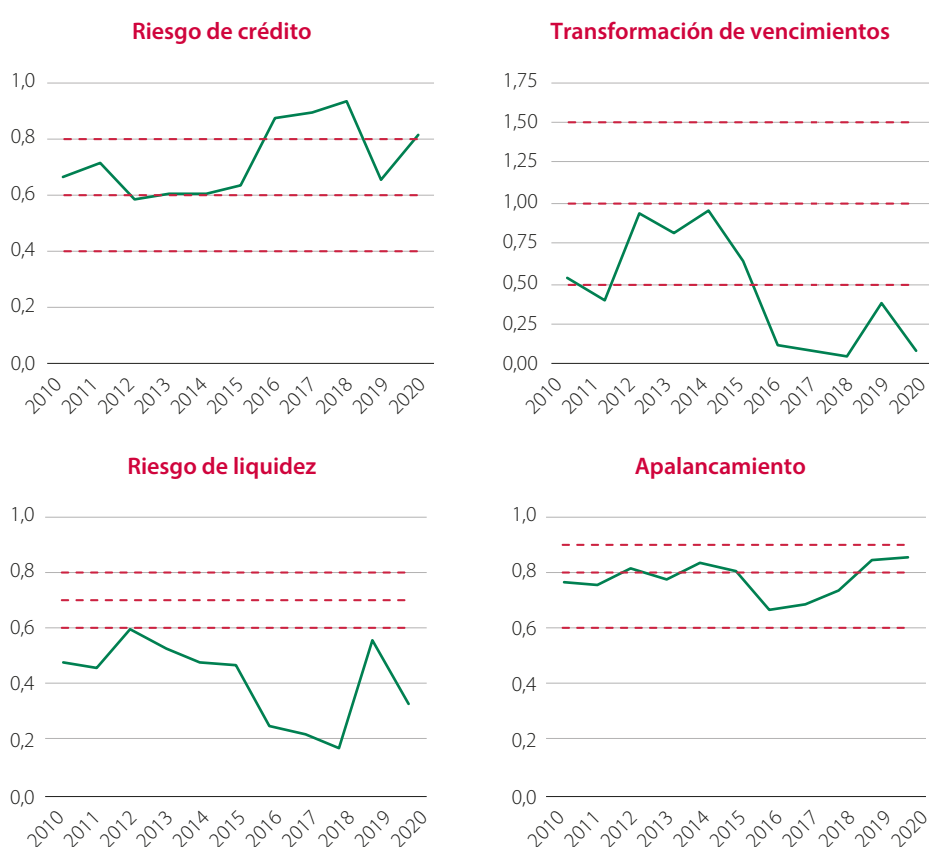
Las sociedades de valores tienen un peso relativo muy reducido dentro de las 5 funciones económicas, del 1,9 % en 2020, por lo que el riesgo de contagio para el resto del sistema financiero es muy limitado. Aun así, analizando los riesgos asociados a

41 Cabe mencionar que estas cifras se corresponden con una clasificación de las entidades realizada desde un punto de vista legal, teniendo en cuenta la forma jurídica de cada una de ellas. No obstante, existen algunas entidades que tienen forma jurídica de banco pero cuyo modelo de negocio se basa en la prestación de servicios de inversión. Así, desde un punto de vista amplio, se estima que un 67 % del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en España (incluyendo la gestión de IIC y evaluado a través de los ingresos por comisiones), corresponde a bancos comerciales o a entidades que pertenecen a sus grupos, mientras que el resto se relaciona con entidades financieras especializadas en la prestación de servicios de inversión y sin vinculación societaria con la banca comercial.

estas empresas independientemente de su dimensión, se observa que los indicadores de riesgo calculados para el sector a lo largo de 2020 experimentaron algunas variaciones, aunque en la mayoría de casos (a excepción del nivel de apalancamiento), estas fueron para retornar a valores similares a los de 2018⁴². Como se observa en los diferentes paneles del gráfico 20, el indicador de riesgo de crédito se incrementó de forma significativa para volver a situarse, como venía sucediendo desde 2016, en la zona de riesgo alto, con un valor del 81,3 %. En el caso del riesgo de liquidez y de transformación de vencimientos, se aprecia un descenso notable en relación con los niveles de 2019, aunque los indicadores han estado siempre en la región de riesgo bajo. En cambio, el indicador de apalancamiento, que pasó en 2019 de la zona de riesgo moderado a medio, experimentó un leve incremento en 2020, manteniéndose en riesgo medio.

Evolución de los riesgos en las sociedades de valores

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

3.1.4 Función económica 4

En esta categoría se enmarcan las entidades que realizan una actividad de *facilitación* a la creación de crédito. En España, pertenecen a este grupo únicamente las sociedades de garantía recíproca. Estas compañías se definen como entidades financieras cuyo objeto principal es facilitar el acceso al crédito de las pymes y mejorar,

42 Cabe mencionar que el traspaso en 2019 de parte de la operativa de una sociedad de valores perteneciente a una entidad de crédito extranjera como consecuencia del *bretxit* generó cambios significativos en los indicadores de riesgo.

en general, sus condiciones de financiación a través de la prestación de avales ante los bancos, las Administraciones públicas, o los clientes y los proveedores. Por otro lado, aunque por el momento no se incluyan dentro de la IFNB, se está realizando un seguimiento en el ámbito internacional de las plataformas de financiación participativa (PFP, conocidas como *crowdfunding*), ya que potencialmente podrían llegar a ser parte de esta y, en concreto, estarían incluidas en la EF4, al tratarse de vehículos que facilitan el contacto entre el inversor y la entidad que necesita financiación. En España, la CNMV es la institución encargada de recolectar datos sobre ellas, con un nivel de detalle cada vez mayor⁴³.

En España las sociedades de garantía recíproca suponen una fracción muy pequeña de la medida estrecha de la IFNB, ya que sus activos financieros representan apenas el 0,2 % del total. Dado que la dimensión de este sector es inferior al umbral del 0,5 %, se considera que no comporta riesgos para la estabilidad financiera, de forma que no se ha realizado el análisis de medición de potenciales riesgos que sí que se ha llevado a cabo para el resto de entidades pertenecientes a la IFNB.

3.1.5 Función económica 5

La EF5 se define como la intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras. Pertenecen a esta categoría los vehículos de propósito especial (SFV), cuyo objeto es la titulización de activos. Estas entidades proveen recursos a los bancos u otras entidades financieras, haya o no transferencia real de activos o riesgos, por lo que pueden ser una parte integral de las cadenas de intermediación crediticia. Por este motivo, deben tenerse presentes los riesgos asociados a la IFNB, especialmente en lo que respecta a la transformación de vencimientos. No obstante, como ya se ha indicado en ediciones previas de este informe, las emisiones de titulización en España, en términos generales, se estructuran de manera que los pagos se realizan con los *pools* de activos que se van amortizando, por lo que este problema es poco relevante. Además, se puede considerar que en España la titulización ha sido más una herramienta de financiación que de transferencia de riesgos, al contrario que en otras jurisdicciones, en las que se reveló como una de las problemáticas más relevantes de la última crisis financiera⁴⁴.

En España, como ya se ha mencionado al inicio de este epígrafe, la titulización supone una fracción relativamente importante de la IFNB, siendo el segundo sector en importancia. Así, los activos financieros de los SFV ascendían a algo más de 185.000 millones de euros a finales de 2020, lo que suponía el 36,3 % de los activos agregados de las 5 funciones económicas, aunque en 2010 llegaron a alcanzar los 489.000 millones de euros (véase panel derecho del gráfico 21). Con posterioridad, la crisis financiera tuvo un impacto negativo significativo sobre estos vehículos, cuyos activos disminuyeron con rapidez, atenuándose el ritmo de descenso en los últimos años. De hecho, el ejercicio 2020 ha sido el primero en el que se ha producido un aumento del tamaño de los SFV después de 9 años consecutivos de descensos, con un avance del 5,4 %. De la misma forma que para los EFC, un porcentaje muy

43 La información estimada más reciente para estas plataformas representa un importe poco significativo, con una captación de recursos en 2020 inferior a 100 millones de euros.

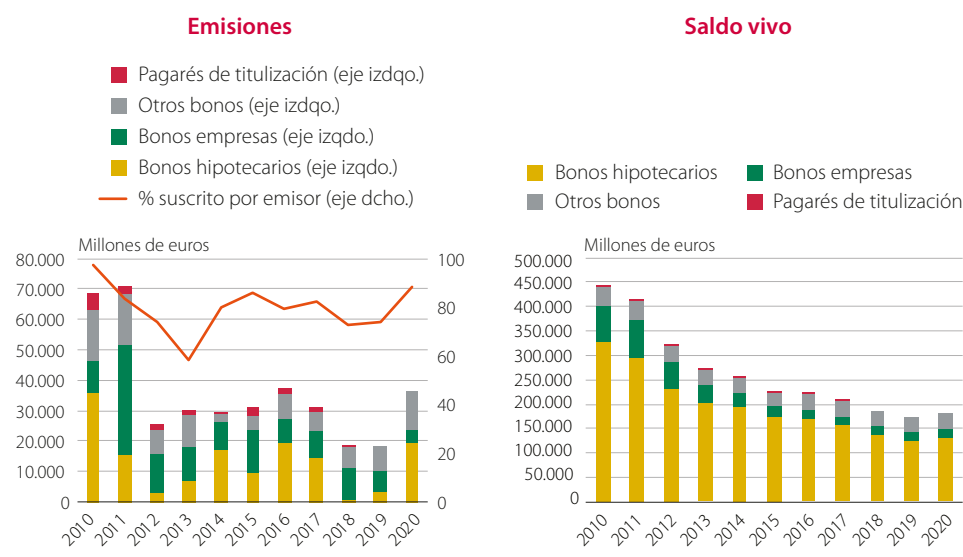
44 Para un mayor detalle véase Martín, M.R. (2014). *Análisis de los fondos de titulización españoles: características en el momento de su constitución y comportamiento durante los años de la crisis*. CNMV, Documento de Trabajo, n.º 57. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT_57.pdf.

elevado de los vehículos de titulización consolidada en grupos bancarios⁴⁵, por lo que, a pesar de que su tamaño es elevado comparado con las entidades pertenecientes al resto de funciones económicas, una vez se detraen los activos que se incluyen en el balance de alguna entidad bancaria, su importancia relativa se reduce hasta el 7,6 %.

Como refleja el panel izquierdo del gráfico 21, las emisiones de bonos de titulización han sido reducidas desde 2012 en comparación con las cifras de años anteriores, pues la crisis impactó con severidad en estas instituciones. Desde entonces las emisiones realizadas por las entidades han sido suscritas, en su mayor parte, por las propias entidades financieras con el fin de utilizar estos activos como colateral en las operaciones de financiación con el Eurosistema. El porcentaje de las emisiones suscrito por el propio emisor ha sido superior al 80 % en la mayoría de los últimos años. En 2020 se produjo un aumento considerable de estas emisiones, un 88,1 % de las cuales fueron suscritas por los emisores, como consecuencia, al menos en parte, de la crisis del coronavirus, en un contexto en el que el BCE incrementó la dotación de sus programas de compras de activos, conocidos como APP (Asset Purchase Programmes ⁴⁶).

Evolución de los bonos y pagarés de titulización por tipo de activo

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

Por tipología de activo, se puede observar que en España tradicionalmente la mayor parte de los activos de titulización ha correspondido a bonos hipotecarios, con un saldo vivo que ha rondado las tres cuartas partes del total desde las primeras emisiones. Desde 2009, aunque han seguido siendo las predominantes, las emisiones de bonos hipotecarios se han ido acercando a las de otros tipos de activos subyacentes, especialmente a las de préstamos empresariales. En 2020, la emisión de bonos

45 La razón por la que esto sucede en España es que la entidad cedente en la mayoría de las situaciones retiene el control, de acuerdo con la Circular 4/2017 del Banco de España y la NIIF 10: Estados financieros consolidados por, entre otros motivos, continuar expuesta a los rendimientos variables de los fondos y los activos titulizados, bien a través de mejoras crediticias, bien a través de un *swap* en el que cobra los rendimientos de la cartera titulizada y paga los cupones de los bonos. En estos casos, según las normas contables existentes, el vehículo debe permanecer en el balance de los bancos emisores y, por tanto, entra dentro del ámbito de la regulación bancaria *tradicional*.

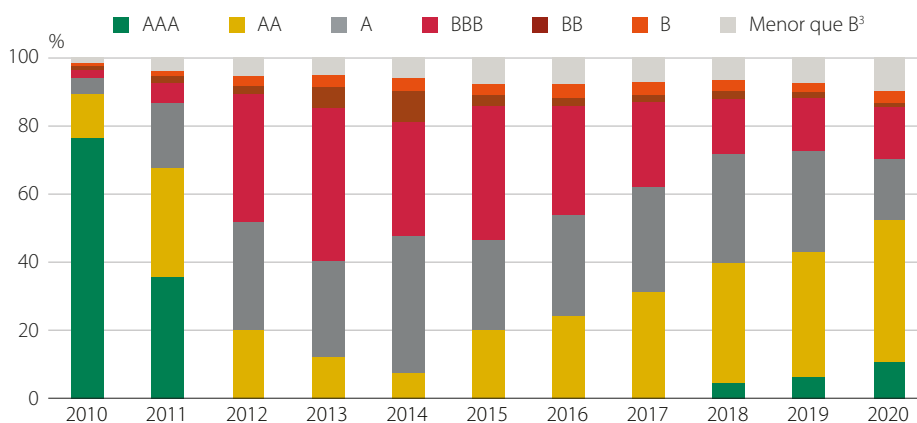
46 Para un mayor detalle véase el artículo elaborado por Jesús Redondo, «La evolución de la actividad de titulización desde la crisis financiera», de próxima aparición en el *Boletín de la CNMV*.

hipotecarios supuso el 54,3 % del total emitido, mientras que los bonos respaldados por préstamos al consumo (incluidos en el epígrafe «Otros bonos») fueron los segundos en importancia, con un 17,7 % del total.

Por otra parte, la calificación crediticia de los vehículos de titulización, que se había deteriorado desde la crisis hasta 2015-2016 —como consecuencia tanto del aumento del riesgo asociado a nuestro país como por razones intrínsecas a estos instrumentos—, muestra una mejora clara en los últimos años (véase gráfico 22). Al cierre de 2020, del total del saldo vivo de bonos y pagarés de titulización, un 11,1 % correspondía a activos con una calificación AAA (hasta 2017 este porcentaje era prácticamente nulo), mientras que un 29,8 % era activos BBB o con una calificación inferior (en 2013 se llegó a alcanzar casi el 60 % del total).

Saldo vivo de bonos y pagarés de titulización por calificación crediticia^{1,2}

GRÁFICO 22



Fuente: CNMV.

¹ No incluye el MARF.

² Ratings agrupados según su equivalente a Standard & Poor's.

³ Incluye las emisiones sin rating.

En relación con la evaluación de los riesgos de estas entidades, el riesgo de transformación de vencimientos es, sin lugar a dudas, el más relevante, teniendo también cierta importancia el riesgo de liquidez. En cambio, la medición de los riesgos de crédito y apalancamiento tiene, por definición, poca relevancia para los SFV: mientras que el riesgo de crédito es prácticamente del 100 % por definición —todo el activo de los SFV está formado por los créditos traspasados por la entidad originadora o cedente—, algo similar sucede con el apalancamiento, ya que los fondos de titulización no poseen fondos propios y, por tanto, la ratio, tal y como está construida, es siempre igual a uno. En cuanto al riesgo de liquidez, en 2020 se situó en el 92,6 %, una cifra que no ha variado excesivamente en los últimos años: casi todo el activo lo conforman los préstamos cedidos y, por consiguiente, hay muy pocos activos líquidos. El análisis individualizado de los fondos refleja que alrededor del 90 % de ellos, en términos patrimoniales, tenía activos líquidos por debajo del 10 %, mientras que menos del 4 % poseía un nivel de activos líquidos superior al 40 %.

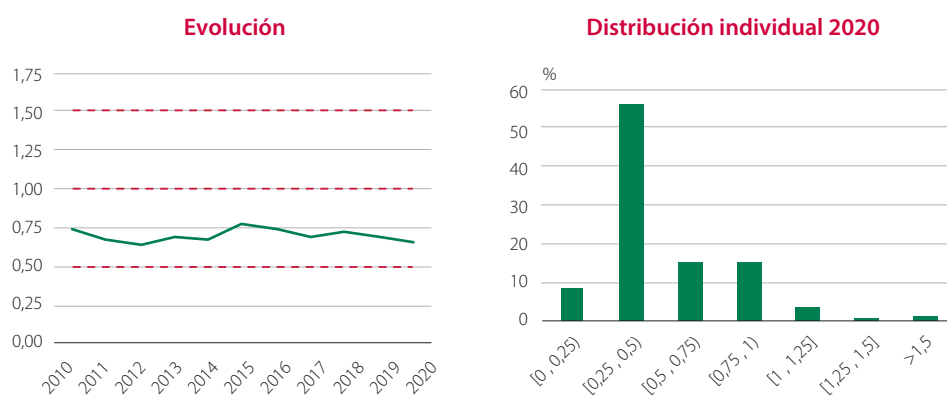
El nivel del indicador de riesgo asociado a la transformación de vencimientos alcanzó el 66 % en 2020, ligeramente por debajo de la cifra de 2019 (véase panel izquierdo del gráfico 23). Esta cifra ha oscilado entre el 63 % y el 74 % en los últimos 10 años, por lo que se mantiene de forma estable en la región de riesgo moderado. Hay diferencias sustanciales entre los distintos vehículos, con una dispersión en los valo-

res de este indicador ligeramente superior a la de 2019. Como se puede observar en el panel derecho del gráfico 23, en un 65 % de los fondos (en términos patrimoniales) la ratio entre pasivos y activos a corto plazo era inferior al 50 % (riesgo bajo), mientras que esto sucedía en un 69 % de los fondos en 2019. Por el contrario, un 4,8 % del patrimonio total estaba en manos de vehículos que experimentaron un nivel de riesgo por encima del 100 % (medio o alto), cifra que había sido tan solo del 2,6 % el año anterior.

Hay que tener en cuenta, además, que en España la mayor parte de los activos titulizados procede de préstamos o créditos a largo plazo, en su mayoría hipotecarios, mientras que lo mismo sucede con los valores emitidos (pasivo). Así, a finales de 2020, los activos y pasivos a corto plazo de los fondos de titulización españoles tan solo representaban el 22 % y el 14 % del balance respectivamente.

Riesgo de transformación de vencimientos en los fondos de titulización

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

3.2 Uso de herramientas macroprudenciales

Si bien existe un conjunto amplio de herramientas que pueden tener una consideración macroprudencial en el ámbito de la IFNB y que se derivan, en general, de requisitos regulatorios⁴⁷, este epígrafe se dedica en exclusiva a las herramientas disponibles y empleadas en el ámbito de la inversión colectiva y, en particular, a las herramientas de la gestión de la liquidez. También se incorpora en este epígrafe un subapartado con los resultados de los test de estrés que se realizan periódicamente sobre los fondos de inversión, por entenderse como una herramienta preventiva que ayuda a identificar *ex ante* aquellos fondos que podrían mostrar en el futuro una cierta vulnerabilidad.

Las herramientas de gestión de la liquidez (conocidas como LMT, por sus siglas en inglés) pretenden mitigar la falta de correspondencia entre el perfil de peticiones de reembolsos que un fondo puede experimentar y la proporción de activos líquidos disponibles para atender dichos reembolsos. La naturaleza de estas herramientas es diversa, así como su grado de eficiencia y eficacia. La mayoría puede ser activada por la propia gestora de IIC y algunas de ellas, por los reguladores de valores. Sin embargo,

47 Véase el informe *La participación de la CNMV en la política macroprudencial*. Disponible en: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/OTROS/CNMV_politica_macroprudencial.pdf

el conjunto de herramientas disponible no es homogéneo entre las diferentes jurisdicciones europeas. El análisis de la disponibilidad de herramientas y su homogeneización entre países se ha convertido en una de las prioridades para los próximos años tanto en el ámbito europeo como en la esfera internacional, a raíz de la experiencia vivida por algunas IIC durante los peores momentos de la crisis del COVID-19 (para un mayor conocimiento de las herramientas disponibles para UCITS y para fondos de inversión alternativos (FIA) en diferentes jurisdicciones europeas, véase el recuadro 2 de este mismo monitor correspondiente al año 2019⁴⁸).

En España la disponibilidad de herramientas de gestión de la liquidez es elevada en comparación con otras jurisdicciones europeas. Las herramientas más importantes disponibles para las UCITS son: la suspensión de los reembolsos, los *side pockets*, las comisiones sobre los reembolsos, los reembolsos en especie, el *swing pricing* y los colchones obligatorios de liquidez. En el ámbito de los FIA se añaden a las anteriores las herramientas conocidas como *gates* y las *side letters*. Su activación la realizan, en términos generales, las sociedades gestoras, pero la CNMV puede activar algunas de ellas en determinadas circunstancias (por ejemplo, la suspensión de los reembolsos o el refuerzo de los activos líquidos). Finalmente, cabe señalar la introducción, en virtud del Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes complementarias en el ámbito social y económico para hacer frente al COVID-19, de una nueva herramienta macroprudencial consistente en la posibilidad de establecer plazos de preaviso para los reembolsos sin sujeción a los requisitos de plazo, importe mínimo y constancia previa en el reglamento de gestión, aplicables con carácter ordinario. Estos plazos pueden ser establecidos por la gestora o por la propia CNMV para una IIC o para una pluralidad de ellas.

En 2020 el uso de herramientas de gestión de la liquidez de los fondos en España fue superior al habitual como consecuencia de la crisis del COVID-19, que dio lugar a un aumento notable de las peticiones de reembolsos en marzo. Las tareas de supervisión realizadas por la CNMV no identificaron dificultades por parte de las gestoras para atender dichos reembolsos. Ningún fondo español tuvo que activar ninguna medida extraordinaria de liquidez como las suspensiones de los reembolsos o los *side pockets*. Tan solo cinco fondos tuvieron que realizar reembolsos parciales (solo una parte del fondo está afectada por la suspensión). Según la legislación española, las sociedades gestoras deben activar esta medida cuando la proporción de activos cuya negociación se ha suspendido representa más del 5 % de la cartera de la institución. Esta medida afectó a 1 fondo de tamaño notable (420 millones de patrimonio) que tenía invertido el 7 % de sus activos en un fondo de inversión luxemburgués que suspendió reembolsos y dejó de calcular el valor de sus participaciones. De los otros 4 fondos, de menor tamaño (19 millones de euros), uno también era un fondo de fondos afectado por las suspensiones de los reembolsos de uno de los fondos subyacentes, mientras que los demás tenían inversiones en activos de deuda *high yield*. Dos de ellos se vieron afectados por una alta incertidumbre en las valoraciones, así como por disminuciones de la liquidez de algunos activos.

Durante la crisis, la CNMV reforzó sus mecanismos de coordinación con las sociedades gestoras incentivando a estas instituciones a utilizar, en caso de ser adecuado, las herramientas disponibles de gestión de la liquidez. En este contexto la CNMV recomendó especialmente el uso de los mecanismos que evitan (o reducen) la

posibilidad de que el aumento de los reembolsos sea perjudicial para los partícipes que permanecen en la institución. Entre estos mecanismos destaca la valoración de los activos en función de los precios *bid*, que hace posible que el precio a reembolsar a los inversores se alinee con el precio que el fondo obtiene con la venta de los activos, y los esquemas de *swing pricing*, que permiten repercutir parte de los costes de transacción a los inversores que reembolsan. Estas actuaciones han dado lugar a la publicación de una Guía técnica sobre la gestión y el control de la liquidez que fue sometida a consulta pública a principios de septiembre de 2021 (véase recuadro 2).

La mayoría de las gestoras contemplan en sus procedimientos internos la posibilidad de valorar los activos a precios *bid* cuando los reembolsos sobrepasan un umbral determinado. En relación con la aplicación del *swing pricing*, un número significativo de fondos comunicó a la CNMV que utilizarían este mecanismo cuando los reembolsos netos excedieran un determinado umbral. Los procedimientos internos de la gestora deben establecer este umbral de reembolsos, así como el factor de *swing pricing* que se empleará. Además el establecimiento de este mecanismo por primera vez requiere una notificación pública a la CNMV.

Consulta pública del proyecto de Guía técnica sobre la gestión y el control de la liquidez de las IIC

RECUADRO 2

La CNMV sometió a consulta pública a principios de septiembre una propuesta de Guía técnica sobre la gestión y el control de la liquidez de las instituciones de inversión colectiva (IIC). Se trata de una iniciativa incluida en su Plan de actividades 2021 que tiene como objeto unificar todos los criterios supervisores relevantes aplicables en este ámbito y que la CNMV ha ido transmitiendo a las entidades en los últimos años. La guía tiene en cuenta también los resultados de las recientes actuaciones llevadas a cabo a nivel nacional y europeo (destacando la actuación de convergencia supervisora —*common supervisory action*— realizada por la Autoridad Europea de Valores y Mercados —ESMA— durante 2020).

Con ello, la CNMV da transparencia a los criterios, las metodologías y las prácticas que considera más adecuados para el cumplimiento de la normativa en el ámbito del control y la gestión de la liquidez de las IIC, y que sigue en el ejercicio de su función supervisora. Las entidades que se aparten de dichos criterios deberán justificar su actuación y poder acreditar que dan adecuado cumplimiento a las obligaciones legales.

En particular, la propuesta de guía técnica¹ contempla qué contenidos deberían incluir los procedimientos de las gestoras de IIC para garantizar una adecuada gestión y control del riesgo de liquidez de sus IIC, con el objetivo de evitar la generación de perjuicios y conflictos de interés entre inversores. En concreto, la guía detalla:

- Los análisis y límites a realizar en la fase de diseño de cada IIC y las comprobaciones que deben llevarse a cabo también con anterioridad a cualquier inversión.
- Los análisis y controles recurrentes necesarios para garantizar un adecuado alineamiento entre el perfil de liquidez de los activos y del pasivo de cada IIC. Para ello, se deberá dar cumplimiento, con un margen razonable, al principio de venta proporcional de activos líquidos y menos líquidos (o *slicing*

approach). Se incluyen pautas detalladas sobre las metodologías para determinar las ratios o los niveles de liquidez de los instrumentos financieros y la estimación de los horizontes temporales de venta, así como los escenarios de reembolsos y otras obligaciones de pago, y las pruebas de estrés o de resistencia.

- Las diferentes herramientas que podrán utilizarse para una adecuada gestión de la liquidez de las IIC. Las gestoras de IIC deberán contemplar en sus procedimientos, por una parte, las circunstancias en las que serían aplicables las diferentes herramientas establecidas por la normativa (plazos de preaviso, endeudamiento temporal, suscripciones/reembolsos parciales, *side pockets*...) asegurándose también de su adecuada implementación y, por otra, la utilización de mecanismos antidilutivos (entre los que cabe destacar la valoración de la cartera a precios *bid* o *ask*, y el *swing pricing*) para evitar conflictos de interés entre los partícipes que suscriben o reembolsan y los que permanecen.
- Las funciones asumidas por las diferentes áreas de la gestora, la involucración del consejo de administración y los análisis adicionales relativos a la delegación de funciones.

La consulta pública sobre esta Guía técnica finalizó el 15 de octubre de 2021, por lo que se espera su aprobación y publicación definitiva antes de que concluya el año.

¹ http://cnmv.es/DocPortal/DocFaseConsulta/CNMV/Guiatecnica_2021_2.pdf

3.2.1 Test de estrés

Los test de estrés forman parte de las herramientas de los supervisores para contrastar el grado de resistencia de sus entidades supervisadas ante un escenario teórico muy adverso. En el caso de los fondos de inversión, los test de estrés se plantean con el fin de evaluar la capacidad de estas instituciones para atender un aumento extraordinario de los reembolsos. Esta capacidad depende de la magnitud del *shock* de reembolsos estimado y de las condiciones de liquidez de los activos en cartera de los fondos. Por tanto, supone una evaluación del riesgo conocido como *liquidity mismatch* de los fondos de inversión, el más importante desde el punto de vista de la estabilidad financiera para estas instituciones, que consiste en la posibilidad de que el perfil de reembolsos no esté suficientemente ajustado a la liquidez de la cartera de estos fondos. En este epígrafe se resumen los resultados más relevantes de un ejercicio de este tipo sobre los fondos de inversión mobiliarios españoles, que se realiza semestralmente aplicando una metodología que fue iniciada por ESMA (marco de trabajo de STRESI [ESMA, 2019⁴⁹]) y posteriormente ampliada por la CNMV (véase el trabajo de Ojea, 2020⁵⁰).

En concreto, la CNMV diseñó un test de estrés para el sector de fondos de inversión monetarios, UCITS y cuasi-UCITS⁵¹. La base de datos utilizada para realizar el test

49 ESMA (2019). *Stress simulation for Investment funds*. ESMA Economic Report.

50 Ojea, J. (2020). «Cuantificación de la incertidumbre sobre los escenarios adversos de liquidez para los fondos de inversión». *Boletín de la CNMV*. Trimestre II, pp. 25-47.

51 Los fondos monetarios son aquellos regulados en el Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre fondos del mercado monetario. Los fondos UCITS

se ha extraído de los estados reservados que envían las gestoras de fondos de inversión españoles a la CNMV en su labor como supervisor. La granularidad de la información contenida en esa base de datos con respecto al tipo de partícipe, la composición de la cartera del fondo, la vocación y el volumen de activos permite clasificar los fondos en categorías detalladas y representativas. En este caso, las categorías en que se han clasificado los fondos de inversión mobiliarios son: i) fondos de deuda pública mayorista, ii) fondos de deuda pública minorista, iii) fondos de renta fija corporativa con grado de inversión, iv) fondos de renta fija corporativa de alto rendimiento, v) fondos de renta fija mixta, vi) fondos de renta variable mayorista, vii) fondos de renta variable minorista, y viii) otros fondos de inversión (globales y retorno absoluto). A continuación se realiza un filtrado de fondos, detallado en Ojea (2020), mediante el que se eliminan de la muestra fondos que, por sus características, podrían introducir distorsiones en la simulación de escenarios. Entre otros, se excluyen aquellos fondos cuyas carteras tienen activos no identificables que suponen más del 40 % de su patrimonio (por ejemplo, fondos que principalmente invierten en otros fondos). También se eliminan de la muestra los fondos garantizados, por ser fondos que penalizan los reembolsos fuera de las ventanas de liquidez que se encuentran preestablecidas.

Mediante la metodología desarrollada por la CNMV, se ha llevado a cabo el ejercicio de un test de estrés para los fondos de inversión mobiliarios con datos desde diciembre de 2008 hasta junio de 2021. Este ejercicio proporciona tres tipos de resultados: en primer lugar, se cuantifica la proporción de activos líquidos en la cartera de los fondos de inversión; después, se identifican los fondos que podrían experimentar dificultades para atender los reembolsos en diferentes escenarios adversos y, finalmente, se hace una estimación del impacto sobre los mercados financieros derivado de la venta de activos de los fondos.

En el gráfico 24 se representa la proporción de activos líquidos de los fondos medido a través del enfoque HQLA⁵² por categoría, que delimita los activos a disposición de los fondos para afrontar un *shock* negativo que pudiera suceder durante los siguientes seis meses. La media ponderada de activos líquidos se sitúa entre el 30 % y el 50 % del patrimonio de los fondos. Las categorías de renta fija son las que presentan ratios de liquidez más bajas, en especial la de bonos corporativos de alto rendimiento, mientras que las categorías de renta variable y otros tienen proporciones de activos líquidos más elevadas. También es importante señalar que en

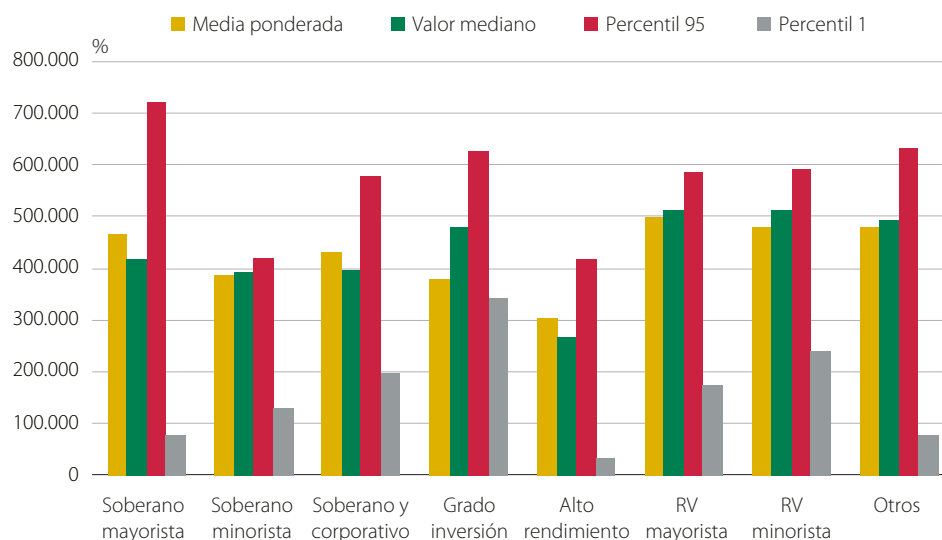
son aquellos regulados en la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios. En España, tanto los fondos considerados UCITS como los cuasi-UCITS están regulados por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva y su reglamento de aplicación, que traspone a la legislación española la Directiva 2009/65/CE. Es importante señalar que, según la normativa europea, la mayoría de los fondos cuasi-UCITS se consideran como IIC alternativa, que ESMA incluye en la categoría de otros. Estos fondos alternativos se encuentran regulados a nivel europeo mediante la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010.

52 El enfoque *High Quality Liquid Assets* (HQLA) mide la liquidez de la cartera del fondo mediante un índice que atribuye a cada clase de activo un grado de liquidez (un peso que puede tomar valores de 0 a 100) en función de sus características: $HQLA_i = \sum_{k=1}^n (w_{i,k} * s_{i,k}) * 100$. Donde $w_{i,k}$ es el peso (grado de liquidez) que tiene el activo k del fondo i y $s_{i,k}$ representa la proporción de ese activo en la cartera del fondo. Es decir, el índice HQLA es una media ponderada de la liquidez de los activos que componen la cartera del fondo. Los pesos atribuidos, $w_{i,k}$, se corresponden con los aplicados en Basilea III.

todas las categorías existe un porcentaje de fondos cuya liquidez disponible está muy por debajo de la media. Esto es especialmente relevante en las categorías de soberano mayorista, otros y bonos corporativos de alto rendimiento.

Proporción de activos líquidos (HQLA) de los fondos de inversión por categoría

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

El análisis, que contempla diferentes escenarios de *shocks* de reembolsos sobre las diferentes categorías de fondos, revela que el mercado de fondos de inversión mobiliarios es, en general, resistente a los escenarios planteados. Como se observa en el cuadro 8, que representa el porcentaje de fondos (y de patrimonio) dentro de cada categoría que podría experimentar dificultades a la hora de atender los reembolsos en diferentes escenarios, solo existen dos categorías en las que algunos fondos podrían atravesar problemas de liquidez en todos los escenarios contemplados: la categoría de fondos de renta fija corporativa de alto rendimiento y la de renta fija soberana mayorista.

En el escenario de reembolsos más extremo, denominado *Conditional Expected Shortfall* o *CoES*⁵³ ($\alpha = \beta = \sqrt{0,4\%}$), en el que el *shock* de reembolsos estimado es —dependiendo de la vocación de los fondos— entre 3 y 9 veces superior al registrado en la peor semana de la crisis del COVID-19 en marzo de 2020, el número de fondos que podrían experimentar problemas de liquidez es de 10 en total (de un total de 408) y representan un 1,3 % del patrimonio de la muestra de fondos del ejercicio. De ellos, 6 pertenecen a la categoría de fondos de renta fija de alto rendimiento (el 13 % de los fondos y el 6 % del patrimonio de esta categoría); 2 fondos están

53 El *CoES* se define formalmente como $CoES_{ij}(\alpha, \beta) = \int_0^u F_i^{-1}(v) dv$, donde $u = F_i^{-1}(CoVaR_{ij}(\alpha, \beta))$ y F_i^{-1} es la función de distribución inversa de la variable i . Por su parte, el *CoVaR* toma un valor que cumple en este contexto: $Pr(Flujo\ neto\ \%_i < CoVaR_{ij}(\alpha, \beta) | Flujo\ neto\ \%_i < VaR_j(\alpha)) = \beta$, donde $VaR_j(\alpha)$ es el percentil α de los flujos netos j que determina la severidad de los reembolsos condicionales, mientras que β es el percentil que determina la severidad de los reembolsos condicionados al escenario anterior. Por ejemplo, en un *CoES* ($\alpha = \beta = \sqrt{5\%}$), para calcular el *shock* de reembolso al que se tienen que enfrentar los fondos de cada una de las categorías, se han tenido en cuenta el 22,36 % ($\sqrt{5\%}$) de los mayores reembolsos de cada categoría seleccionados en los momentos en los que para todo el sector de fondos se han producido el 22,36 % de mayores reembolsos.

incluidos en la categoría de «Otros fondos» (el 2,2 % de los fondos y el 12,3 % del patrimonio de la categoría); 1 fondo es de renta fija soberana minorista (el 25 % de los fondos y el 0,9 % del patrimonio de la categoría) y 1 último fondo es de renta fija soberana mayorista, que solo representa el 0,1 % del patrimonio de dicha categoría.

Intermediación
financiera no bancaria

Resultados de los test de estrés (flujos agregados)

CUADRO 8

%

Número de fondos con RCR¹ < 1 en cada estilo /Total de fondos en cada estilo

Escenarios	Soberano mayorista	Soberano minorista	Soberano y corporativo	Corporativo grado de inversión	Corporativo alto rendimiento	Renta variable mayorista	Renta variable minorista	Otros
ES ($\alpha = 3\%$)	2,0	0,0	0,0	0,0	4,4	0,0	0,0	0,0
CoES ($\alpha = \beta = \sqrt{5\%}$)	2,0	0,0	0,0	0,0	2,2	0,0	0,0	0,0
CoES ($\alpha = \beta = \sqrt{3\%}$)	2,0	0,0	0,0	0,0	4,4	0,0	0,0	0,0
CoES ($\alpha = \beta = \sqrt{2\%}$)	2,0	0,0	0,0	0,0	4,4	0,0	0,0	0,0
CoES ($\alpha = \beta = \sqrt{0,4\%}$)	2,0	25,0	0,0	0,0	13,0	0,0	0,0	2,2

Patrimonio de los fondos con RCR¹ < 1 en cada estilo/Total de fondos en cada estilo

Escenarios	Soberano mayorista	Soberano minorista	Soberano y corporativo	Corporativo grado de inversión	Corporativo alto rendimiento	Renta variable mayorista	Renta variable minorista	Otros
ES ($\alpha = 3\%$)	0,1	0,0	0,0	0,0	3,5	0,0	0,0	0,0
CoES ($\alpha = \beta = \sqrt{5\%}$)	0,1	0,0	0,0	0,0	2,2	0,0	0,0	0,0
CoES ($\alpha = \beta = \sqrt{3\%}$)	0,1	0,0	0,0	0,0	3,5	0,0	0,0	0,0
CoES ($\alpha = \beta = \sqrt{2\%}$)	0,1	0,0	0,0	0,0	3,5	0,0	0,0	0,0
CoES ($\alpha = \beta = \sqrt{0,4\%}$)	0,1	0,9	0,0	0,0	6,0	0,0	0,0	12,3

Fuente: CNMV.

- ¹ RCR es la ratio de cobertura de reembolsos y se define como el cociente entre el volumen de activos líquidos de cada fondo y el tamaño del reembolso. Por tanto, aquellos fondos con RCR < 1 se identifican como los que pueden experimentar problemas de liquidez de forma directa.
- ² Este es el escenario central contemplado en el test de estrés que se lleva a cabo en ESMA (2019). ES el acrónimo de *Expected Shortfall*, una medida de riesgo que mide, en este caso, los reembolsos esperados cuando se consideran solo los mayores reembolsos que se pueden experimentar. Aquí en concreto se considera el 3 % de mayores reembolsos.
- ³ Este es el escenario más extremo del ejercicio: el número de fondos que podría presentar problemas de liquidez en este escenario son 10: 1 corresponde a la categoría de soberano mayorista, 1 a la de soberano minorista, 6 a la de corporativo de alto rendimiento y 2 a la de otros.

El último resultado de este ejercicio consiste en estimar el impacto en los precios de los mercados de deuda y de renta variable cuando los fondos se enfrentan a escenarios de reembolsos adversos. Estos resultados, que se muestran en el cuadro 9, sugieren que el impacto es limitado. Como era de esperar, incluso en el escenario más adverso, *CoES* ($\alpha = \beta = \sqrt{0,4\%}$) y con el método de liquidación prorrateada⁵⁴; se estima que los precios de los activos de renta variable caerían de media 7,25 p.b.; los de la deuda privada *investment grade* (IG) lo harían 8,14 p.b.; los de la deuda privada *high yield* (HY), 3,55 p.b., y los de la deuda pública, 3,33 p.b.

54 El método de liquidación prorrateada consiste en liquidar los activos de un fondo de tal manera que siempre se mantienen las proporciones que cada activo representa en la cartera independientemente de su patrimonio. Este sería el método más apropiado desde el punto de vista de la protección del inversor y se distingue del método de liquidación en cascada, por el que se venden en primer lugar los activos más líquidos.

Impacto sobre los precios de los activos en los mercados de valores

CUADRO 9

Liquidación prorratea (p.b.)

Escenarios	Deuda pública	Deuda privada IG	Deuda privada HY	Renta variable
ES ($\alpha = 3\%$ ¹)	1,54	3,08	1,23	3,60
CoES ($\alpha = \beta = \sqrt{5}\%$)	1,22	2,36	0,92	2,84
CoES ($\alpha = \beta = \sqrt{3}\%$)	1,50	3,00	1,20	3,49
CoES ($\alpha = \beta = \sqrt{2}\%$)	1,76	3,66	1,51	4,09
CoES ($\alpha = \beta = \sqrt{0,4}\%$)	3,33	8,14	3,55	7,25

Fuente: CNMV.

¹ Este es el escenario central contemplado para el test de estrés que se lleva a cabo en ESMA (2019). ES el acrónimo de *Expected Shortfall*, una medida de riesgo que mide, en este caso, los reembolsos esperados cuando se consideran solo los mayores reembolsos que se pueden experimentar. Aquí en concreto se considera el 3 % de mayores reembolsos.

