



Intermediación financiera no bancaria en España

Ejercicio 2024

Intermediación financiera no bancaria en España

Ejercicio 2024

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 anual (<http://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 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	11
2.1	Intermediación crediticia y financiación de las entidades pertenecientes a la IFNB	16
2.2	Interconexión entre las entidades bancarias y las OIF	18
2.2.1	Interconexiones en el ámbito de los fondos de inversión	19
3	Intermediación financiera no bancaria	25
3.1	Evaluación de los riesgos de la intermediación financiera no bancaria	28
3.1.1	Función económica 1: <i>gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos</i>	29
3.1.2	Función económica 2: <i>concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo</i>	38
3.1.3	Función económica 3: <i>intermediación en actividades del mercado dependiente de financiación a corto plazo o financiación garantizada</i>	39
3.1.4	Función económica 4: <i>facilitación a la creación de crédito</i>	41
3.1.5	Función económica 5: <i>intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras</i>	41
3.2	Uso de herramientas macroprudenciales	44
3.2.1	Test de estrés	46

Índice de cuadros

Cuadro 1	Estructura del sistema financiero español	12
Cuadro 2	Estructura de otras instituciones financieras en España	13
Cuadro R1.1	Los fondos monetarios en Europa: patrimonio, flujos netos de inversión y número	16
Cuadro 3	Características de los clústeres	23
Cuadro 4	Clasificación de la IFNB según funciones económicas	26
Cuadro 5	Grado de involucración de la IFNB en los riesgos financieros. 2024	29

Índice de recuadros

Recuadro 1	La expansión de los fondos monetarios en España	14
------------	---	----

Índice de gráficos

Gráfico 1	Financiación de las sociedades no financieras	11
Gráfico 2	Tasa de crecimiento anual de los activos del sistema financiero	12
Gráfico 3	Distribución y evolución del sector OIF en España	14
Gráfico R1.1	Magnitudes de los fondos monetarios y tipos de interés de la deuda pública	15
Gráfico 4	Evolución de la intermediación crediticia	17
Gráfico 5	Pasivo de los bancos y las OIF	18
Gráfico 6	Interconexión entre bancos y OIF (% s/ activos bancarios)	19
Gráfico 7	Análisis de la renta fija pública de la cartera de los fondos de inversión	20
Gráfico 8	Análisis de la renta fija privada de la cartera de los fondos de inversión	21
Gráfico 9	Interconexiones entre los fondos de inversión en el ámbito de la renta fija	22
Gráfico 10	Del sector financiero no bancario a la medida estrecha de la IFNB. 2024	27
Gráfico 11	Distribución de la intermediación financiera no bancaria. 2024	27
Gráfico 12	Peso relativo de la IFNB	28
Gráfico 13	Distribución de los fondos de inversión pertenecientes a la IFNB	30
Gráfico 14	Concentración en el sector de la inversión colectiva	31
Gráfico 15	Riesgo de crédito en las distintas tipologías de fondos de inversión	32
Gráfico 16	Transformación de vencimientos en las distintas tipologías de fondos de inversión	33
Gráfico 17	Duración modificada media de la cartera de renta fija de las distintas tipologías de fondos de inversión	34
Gráfico 18	Riesgo de liquidez de los fondos de inversión: distribución de los activos HQLA	35
Gráfico 19	Apalancamiento bruto en las distintas tipologías de fondos de inversión	37
Gráfico 20	Evolución de los riesgos en los establecimientos financieros de crédito	38
Gráfico 21	Activos de las sociedades de valores y número de entidades	40
Gráfico 22	Evolución de los riesgos en las sociedades de valores	40
Gráfico 23	Evolución de los bonos y pagarés de titulización por tipo de activo	42
Gráfico 24	Riesgo de transformación de vencimientos en los fondos de titulización. 2024	44
Gráfico 25	Disponibilidad de herramientas de gestión de liquidez en los FI	45
Gráfico 26	Proporción de activos líquidos (HQLA) de los fondos de inversión por categoría	47

1 Resumen ejecutivo

Esta publicación describe en detalle la evolución de la actividad y de los riesgos de las entidades que forman parte de la intermediación financiera no bancaria (IFNB) en España en 2024, siguiendo la metodología establecida por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) hace unos años y que clasifica a las entidades en función de la realización de una de cinco funciones económicas preestablecidas. Las entidades que forman parte de estas funciones presentan riesgos similares a algunos típicos del ámbito bancario y tienen que ver, en general, con la intermediación crediticia (vía deuda o préstamos), con la financiación a corto plazo de las entidades y con su nivel de apalancamiento. En el caso español, las entidades más relevantes de la IFNB por su volumen de activos son los fondos de inversión y, por ello, se presentan nuevas extensiones o mejoras analíticas cada año, que persiguen un mayor conocimiento de los riesgos de este subsector.

La metodología establecida por el FSB en su día puede ser restrictiva en algunos ámbitos, al excluir entidades o actividades que, no teniendo encaje en la definición original, sí pueden presentar riesgos para la estabilidad financiera que hay que monitorizar de forma conveniente. Este es el caso, por ejemplo, de las entidades de capital riesgo —o de las finanzas privadas, en general—, que fueron excluidas de la medida del FSB por su carácter cerrado (y, por tanto, por no estar sujetas al riesgo de reembolsos masivos), pero que pueden mostrar ciertas vulnerabilidades asociadas a la menor liquidez de su cartera, a las dificultades de valoración de sus activos y, sobre todo, al riesgo de contraparte. También es el caso de los criptoactivos, que, aunque no tienen aún un papel relevante en la financiación de la economía, sí empiezan a ser una fuente de preocupación debido a su interrelación creciente con el sistema financiero tradicional¹.

Este monitor describe en sus primeras páginas la evolución del agregado no bancario en su sentido más amplio, el que excluye solo los activos bancarios, que continúa representando, de forma aproximada, el 30 % de los activos totales del sistema. Esto muestra que la economía española sigue estando altamente bancarizada, en línea con otros países europeos, en los que este agregado no bancario también presenta un tamaño reducido (Francia: 31,2 %, Italia: 35,9 % y Alemania: 36,4 %).

A continuación, el análisis se centra propiamente en la evolución de la IFNB, de la cual se proporcionan dos magnitudes: una primera, que agrega los activos de las cinco funciones económicas aludidas, y una segunda, denominada *medida estrecha*, que descuenta de la primera los activos que consolidan en el perímetro

1 Ambas realidades están siendo objeto de análisis por parte de la CNMV. Véase, por ejemplo, el reciente artículo sobre las entidades de capital riesgo en España, publicado en el último *Boletín de la CNMV*, y el análisis sobre los criptoactivos, que forma parte de la *Nota de estabilidad financiera*, del informe de coyuntura de los mercados y, próximamente, de un informe específico sobre los activos digitales.

bancario. Pues bien, los activos de las entidades de las 5 funciones económicas se situaron en España en 550.000 millones de euros en 2024 (un 6,6 % más que en 2023) y los de la segunda —la medida estrecha— en 400.000 millones (un 13,8 % más). Estos importes suponen el 10 % y el 7,2 %, respectivamente, del sistema financiero español, por lo que continúan siendo relativamente bajos.

Los fondos de inversión, que pertenecen a la primera función económica, FE1 (*gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos*), volvieron a aumentar su relevancia sobre el total de la IFNB hasta el 91,7 %. En paralelo, se registró un nuevo descenso de la relevancia de las titulizaciones (quinta función económica), que apenas suponen un 5,4 % de la IFNB. El resto de las funciones económicas (que incluyen a los establecimientos financieros de crédito, las sociedades de valores y las sociedades de garantía recíproca) apenas concentraban el 3 % de los activos de la IFNB.

La evaluación de los riesgos de los tipos de fondos más importantes de la FE1 (renta fija, mixtos y monetarios) revela que se han producido pocos cambios en relación con las cifras de 2023. Así, el riesgo de crédito continuaría siendo elevado como consecuencia de la propia naturaleza de estas instituciones (pues la cartera se compone, fundamentalmente, de activos de renta fija); el riesgo de liquidez se habría mantenido estable e incluso mejorado en algunas tipologías de entidades, y el riesgo de apalancamiento habría seguido siendo muy bajo, a la vista de la reducida exposición a instrumentos derivados que muestran estas instituciones.

Entre las piezas analíticas más relevantes de este monitor destaca —como ya se ha indicado— el análisis, cada vez más detallado, de los riesgos en el ámbito de los fondos de inversión, que, además de lo expuesto anteriormente, evalúa las calificaciones crediticias de los activos en la cartera de los fondos, así como su duración, y expande el análisis a la cartera de las instituciones de inversión colectiva (IIC) en las que invierten las IIC, que también es muy revelador. **Todas estas métricas sitúan a los fondos de inversión domiciliados en España en una posición de riesgo muy inferior a la que muestra el sector en Europa.** También es destacable la mejora en el análisis de las interconexiones, especialmente, en el ámbito de la cartera de renta fija, que confirma la existencia de tres grupos de fondos con vulnerabilidades específicas e identifica un aumento de la conexión entre estas instituciones.

Por otra parte, el análisis de la disponibilidad de herramientas de gestión de la liquidez de las IIC, que minimiza los riesgos de desajustes de liquidez de estas instituciones, revela que **la proporción de fondos que tienen a su disposición alguna de las herramientas posibles continúa creciendo.** Además, los resultados de la actualización de las pruebas de resistencia de los fondos también confirman la resiliencia del sector ante un aumento potencial y severo de los reembolsos.

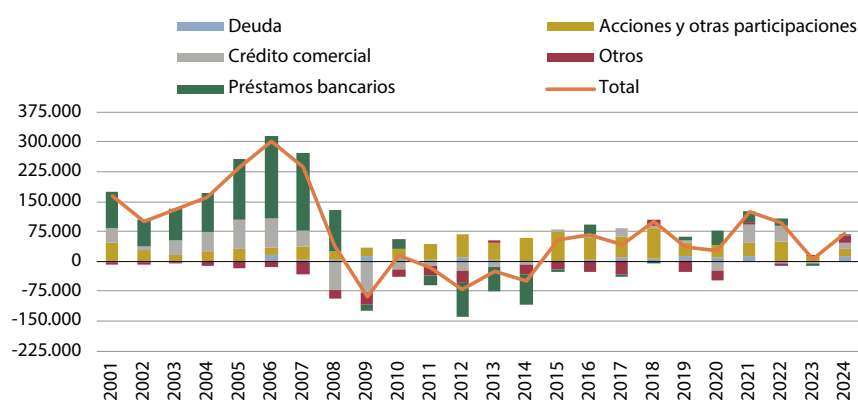
Finalmente, el informe dedica un recuadro a la evolución de los fondos monetarios, que describe sus características más importantes, así como las diferentes fases por las que han transitado en los últimos años, incidiendo en su reciente expansión, todo ello en un contexto europeo.

2 Desarrollo de las principales magnitudes

El buen ritmo de la actividad económica doméstica, junto con el descenso del coste de la financiación, hizo que las sociedades no financieras incrementaran el recurso a la financiación en 2024. Así, como se observa en el gráfico 1, la financiación neta obtenida por estas entidades se situó cerca de los 70.000 millones de euros en el conjunto del año, muy por encima de los 6.300 millones del año previo y en línea con el promedio observado en los últimos ejercicios. En cuanto al desglose de esta financiación, cabe destacar la elevada diversificación entre las diferentes opciones, excepto el recurso al crédito bancario, que fue muy reducido: destacó la financiación vía acciones y otras participaciones, que representaron casi un 30 % del total, así como la financiación obtenida a través de instrumentos de deuda (20 % del total) y de crédito comercial (20 %). Esta forma de financiación de las sociedades no financieras, junto con el notable crecimiento del PIB, hizo que la ratio de apalancamiento de este sector (que tiene en cuenta el recurso a los préstamos y a los valores de deuda) se redujera desde el 66 % del PIB en 2023 hasta el 63,6 % en 2024.

Financiación de las sociedades no financieras

GRÁFICO 1



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

El tamaño del sistema financiero en España se situó en 5,52 billones de euros a finales de 2024 (3,5 veces el tamaño del PIB), lo que supone un crecimiento del 2,7 % con respecto a la cifra de 2023. Como se aprecia en el gráfico 2, los sectores más relevantes que conforman el sistema financiero mostraron crecimientos superiores a los de este en su conjunto, un hecho que solo puede explicarse por el menor avance o el descenso de los activos de algún otro subsector, en este caso del banco central (véase cuadro 1). Así, se observó un avance importante de los activos de los fondos de pensiones (más del 7 %), de las OIF —otras instituciones financieras²— (un 5,5 %) y de los seguros (un 5 %). El crecimiento de los activos bancarios quedó

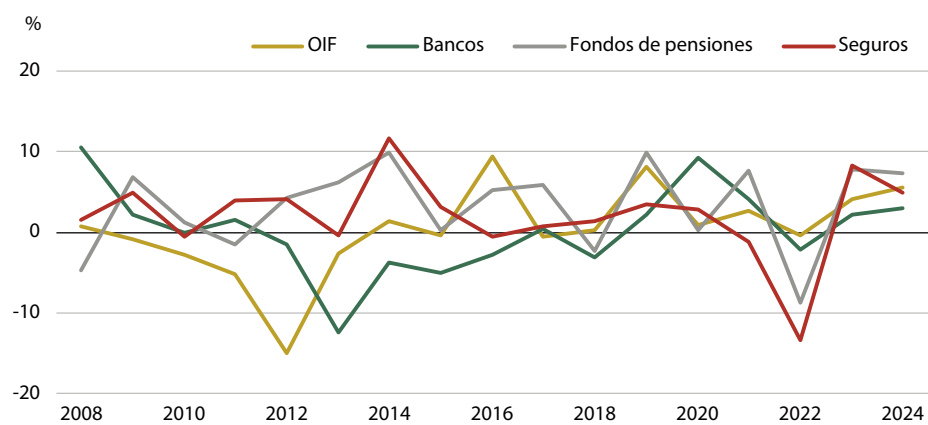
2 Estas entidades incluyen los fondos de inversión, las instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero, los REIT (fondos y sociedades de inversión inmobiliaria), las sociedades de valores, los vehículos de propósito especial para la titulización, los establecimientos financieros de crédito, las cámaras de contrapartida central y las entidades de capital riesgo.

ligeramente por debajo del 3 %, mientras que, como se ha indicado previamente, los del banco central cedieron un 3,2 %.

Esta evolución permitió, al igual que otros años, un leve incremento tanto del sector bancario en el conjunto del sistema financiero como de las OIF, que, como se verá con posterioridad, es el sector a partir del cual se obtendrá la medida de la IFNB. En el caso del sector bancario, el crecimiento de sus activos hasta una cifra ligeramente inferior a los 3 billones de euros se explica —teniendo en cuenta que las sociedades no financieras no recurrieron en gran medida al crédito bancario— por el aumento del crédito concedido a entidades no residentes y también por el avance de la inversión en activos distintos de acciones y participaciones (fundamentalmente renta fija). Así, la participación del sistema bancario en el conjunto del sistema se incrementó unas décimas, hasta el 54,4 %. Esta participación oscila entre el 50 % y el 55 % desde hace unos años y está muy por debajo del rango del 60-70 % en el que se movió hasta 2015. Por su parte, las OIF siguieron siendo el agregado más importante tras el sector bancario, con un volumen de activos próximo a 1,1 billones de euros en 2024 (casi el 20 % del total). Finalmente, el sector asegurador y los fondos de pensiones acumularon activos que representaban el 5,8 % y el 3,1 %, respectivamente, del conjunto del sistema financiero.

Tasa de crecimiento anual de los activos del sistema financiero

GRÁFICO 2



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 2024 (millones)	865.128	3.002.166	319.060	170.961	68.811	1.091.945	5.518.070
Tamaño en 2023 (millones)	893.325	2.914.823	303.979	159.265	66.993	1.034.703	5.373.087
% del total (2024)	15,7	54,4	5,8	3,1	1,2	19,8	100,0
Crecimiento 2024 (%)	-3,2	3,0	5,0	7,3	2,7	5,5	2,7

Fuente: CNMV y Banco de España.

Los activos del agregado no bancario más amplio, definido como aquel que solo excluye del sistema financiero a las entidades bancarias, siguen representando aproximadamente un 30 % del sistema financiero total. Esta proporción se ha mantenido bastante estable desde hace más de 20 años y solo se han observado

descensos puntuales por debajo del 25 % en ejercicios concretos (por ejemplo, en 2012). Esto quiere decir que la economía española sigue estando fuertemente bancarizada, pues el agregado bancario (incluidos los activos del banco central) representa el 70 % del sistema financiero. Sin embargo, como se ha indicado previamente, es importante señalar que la composición de este agregado bancario se ha modificado, teniendo en cuenta un periodo de tiempo largo, con aumentos de la relevancia de los activos del banco central y descensos en el resto de este agregado. En el ámbito internacional se observan, de media, proporciones mucho más parecidas entre el agregado bancario y no bancario, pero existe una gran heterogeneidad entre los países: así, en jurisdicciones como EE. UU. la relevancia de la IFNB es muy alta (63,1 %), mientras que en otras como las europeas es mucho más reducida (Alemania: 36,4 %, Italia: 35,9 % y Francia: 31,2 %), pues el grado de bancarización sigue siendo muy alto.

Desarrollo de las principales magnitudes

Las OIF, con un volumen de activos de 1.092.000 millones de euros, concentran dos tercios de los activos del agregado no bancario. Como se observa en el cuadro 2 y el gráfico 3, los fondos de inversión no monetarios y las instituciones financieras con actividad limitada son los más relevantes de este grupo, con un 40,4 % y un 35,1 % de los activos, respectivamente, a finales de 2024. El peso relativo de estos dos grupos de entidades se ha ido incrementando de forma progresiva en los últimos años en detrimento de los vehículos de titulización, que hace un tiempo suponían casi la mitad de las OIF, pero que actualmente solo representan el 11,7 % de sus activos. Las demás entidades que conforman las OIF muestran pesos relativos mucho más reducidos. Destacarían los establecimientos financieros de crédito, en descenso, con un porcentaje de activos inferior al 5 %, y los fondos monetarios, en expansión por segundo ejercicio consecutivo —tras varios años de atonía—, con un peso superior al 2 % (véase recuadro 1).

Estructura de otras instituciones financieras en España CUADRO 2

Millones de euros

	Fondos de inversión no monetarios	Fondos de inversión monetarios	Instituc. financieras con act. limitada ¹	SFV: titulización	Sociedades de valores	Establec. financ. de crédito	REIT	Otras	Total
Tamaño en 2024 (millones)	441.453	22.868	383.562	127.791	3.736	52.391	34.493	25.650	1.091.945
Tamaño en 2023 (millones)	391.601	10.512	378.979	139.917	3.487	53.749	34.141	22.316	1.034.703
% del total (2024)	40,4	2,1	35,1	11,7	0,3	4,8	3,2	2,3	100,0
Crecimiento 2024 (%)	12,7	117,5	1,2	-8,7	7,2	-2,5	1,0	14,9	5,5

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Comprende sociedades de *holding* tenedoras de acciones de sociedades financieras y no financieras y entidades con fines específicos, así como las sociedades instrumentales emisoras de valores filiales de instituciones financieras.

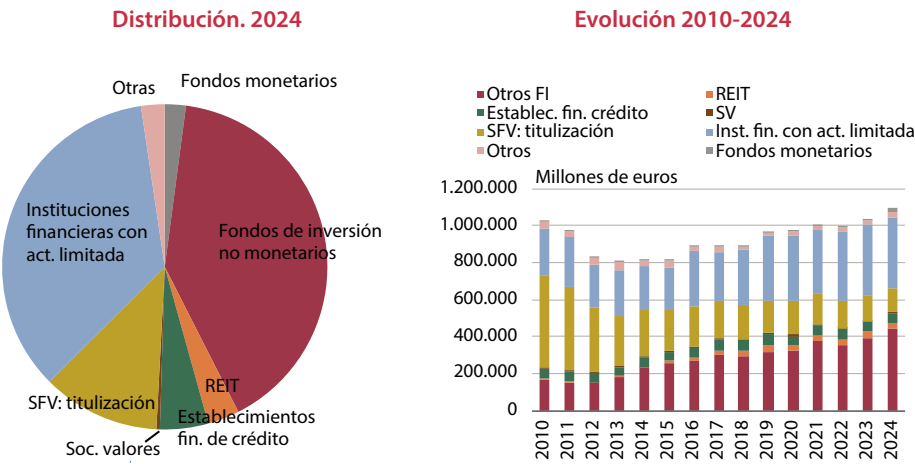
En el ámbito internacional, los fondos de inversión también son las entidades de mayor tamaño dentro de las OIF, ya que representan algo más del 50 % de los activos agregados de dichas instituciones³. Por el contrario, y como ya sucedía en

3 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 las jurisdicciones (en términos medios), ya que representan el 0,6 % y el 0,5 % de las OIF, respectivamente, mientras que en el ámbito internacional estos valores rondan el 7 % y el 5 %.

ejercicios anteriores, otras entidades como las sociedades de valores son más relevantes que en nuestro país, con un peso cercano al 8 %, al contrario que las titulaciones, que apenas representan el 4 % de este sector.

Distribución y evolución del sector OIF en España

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV y Banco de España.

La expansión de los fondos monetarios en España

RECUADRO 1

Los fondos del mercado monetario son un tipo de institución de inversión colectiva que, invirtiendo en activos a corto plazo, tiene el objetivo de ofrecer un rendimiento acorde con los tipos del mercado monetario o de preservar el valor de la inversión (o ambos). Por tanto, su cartera está formada por activos de corta duración y alta seguridad, como las Letras del Tesoro y otros instrumentos del mercado monetario, y no pueden invertir en activos arriesgados como las acciones. En el ámbito europeo se conciben varias modalidades de fondos monetarios que se diferencian, a grandes rasgos, por el hecho de que su valor liquidativo sea constante (siempre bajo determinadas condiciones) o de que se deje que fluctúe según las condiciones del mercado. En España, todos los fondos que hay son de este último tipo, es decir, de valor liquidativo variable, por lo que este representa en cada momento el valor de mercado de los activos que conforman la cartera. Estos productos suelen ser apropiados para inversores muy conservadores y también se observa que muchas compañías no financieras invierten en ellos parte de sus excesos de liquidez (o *puntas de tesorería*).

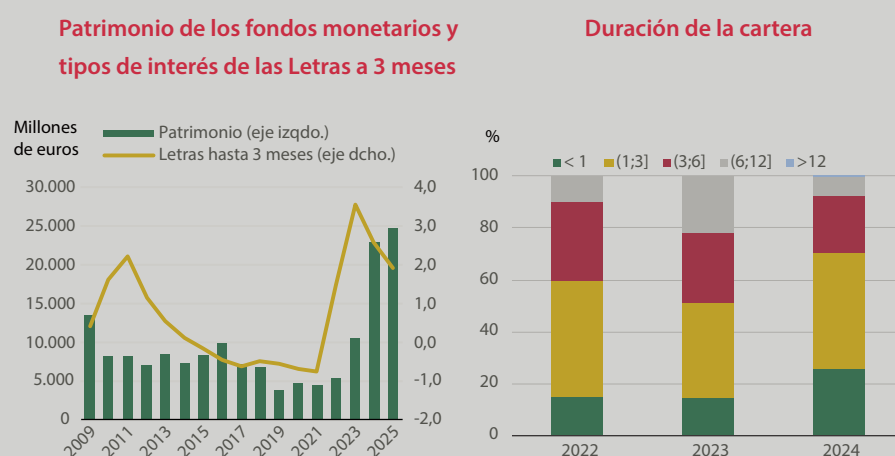
Desde un punto de vista histórico, se observa que estos fondos tuvieron éxito en España en una primera etapa, pero que, desde hace bastantes años, los niveles tan bajos de los tipos de interés han impactado de forma muy desfavorable en su evolución. Los tipos de interés a corto plazo fueron tan bajos —negativos incluso— en el periodo 2015-2021 para la deuda pública (véase gráfico R1.1), que las comisiones de estos fondos, pese a ser pequeñas, reducían o eliminaban por completo el rendimiento de estas instituciones. Por otra parte, la entrada en vigor de una nueva normativa que endurecía los requisitos para poder ser clasificado como fondo monetario hizo que muchos de ellos se reclasificaran en 2019 como fondo de renta fija a corto plazo¹. Los valores mínimos en las principales

magnitudes de estos fondos se observaron en 2019, cuando apenas había 2 instituciones en el registro de la CNMV y su patrimonio era inferior a 3.800 millones de euros (entre 2009 y 2011 el número de fondos monetarios era de 75).

Esta situación cambió en 2022, cuando el fuerte repunte de la inflación dio lugar a un giro muy importante de la política monetaria y los tipos de interés se incrementaron hasta valores no observados desde la anterior crisis financiera global. Así, por ejemplo, los tipos de interés de las Letras del Tesoro hasta 12 meses pasaron de valores negativos a final de 2021 a valores superiores al 3 % a final de 2023. Esto favoreció enormemente el atractivo de los activos de renta fija —incluidos aquellos que invertían a muy corto plazo, como los fondos monetarios—, que iniciaron un periodo de expansión que ha llevado su patrimonio a niveles próximos a 25.000 millones de euros (se ha multiplicado por 5 desde 2022). Este avance también se ha observado en el ámbito europeo, donde países como Irlanda, Luxemburgo y Francia concentran la mayor parte de los fondos monetarios (véase cuadro R1.1). En relación con el resto de los países europeos, el patrimonio de los fondos monetarios en España se sitúa en un lugar relativamente alto de la tabla, por delante de Alemania e Italia.

Magnitudes de los fondos monetarios y tipos de interés de la deuda pública

GRÁFICO R1.1



Fuente: CNMV y Refinitiv Datastream. En el panel de la izquierda, los datos de 2025 son hasta agosto para el patrimonio de los FMM y hasta septiembre para los tipos de interés de la deuda pública.

El crecimiento del patrimonio de los fondos del mercado monetario (FMM) desde 2023 no ha venido acompañado de un aumento similar en el número de instituciones (que solo ha pasado de dos a cuatro). Por tanto, se trata de un segmento de IIC altamente concentrado: tanto, que un único fondo monetario, perteneciente a una gestora de una entidad de crédito, se concentra el 84 % del patrimonio de estos fondos (los otros 3 suponen el 8 %, el 5 % y el 2 %, respectivamente). Como se observa en el panel derecho del gráfico R1.1, el análisis de la duración de la cartera de estas instituciones revela que estos fondos están invirtiendo cada vez más en activos con plazos muy cortos: así, la proporción de los activos de menor duración (hasta 3 meses) se ha incrementado de forma notable, al pasar del 50 % del patrimonio en 2023 al 70 % en 2024.

Los fondos monetarios en Europa: patrimonio,
flujos netos de inversión y número

CUADRO R1.1

Millones de euros

Jurisdicción	Patrimonio FMM	Flujos netos	Número
Irlanda	864.632,0	37.035,0	123
Luxemburgo	625.429,0	46.975,0	176
Francia	446.707,0	7.211,0	90
Suiza	40.848,1	1.996,6	19
Reino Unido	31.881,8	4.339,8	15
España	24.366,0	1.267,0	4
Alemania	13.886,5	3.061,5	17
Italia	8.559,3	1.908,7	3
Bélgica	5.546,5	3.989,5	1
Portugal	1.806,9	433,5	3
Grecia	1.203,2	72,5	12

Fuente: EFAMA y CNMV. Datos de junio de 2025.

Las perspectivas a corto plazo para estos productos continúan siendo favorables en la medida en que los tipos de interés se mantengan en niveles superiores a los de la década anterior y también mientras que el rendimiento de los depósitos bancarios, uno de sus principales competidores, no sea especialmente atractivo. Sin embargo, no es previsible que el volumen de suscripciones de estos productos sea tan alto como lo fue en 2023 y 2024. De hecho, en 2025 ya se ha observado una cierta moderación de estos flujos. En cuanto a los riesgos asociados a estos vehículos, los más importantes se observan en el ámbito de los fondos monetarios a valor constante, que, en momentos de turbulencias, pueden verse sometidos a peticiones de reembolso elevadas y tener que devolver un importe que puede no representar fielmente el valor de la cartera, ocasionando un problema grave para los inversores que permanecen en el fondo. Como se ha dicho al principio de este recuadro, no existen fondos de este tipo en España, por lo que, en caso de turbulencias, la valoración adecuada de la cartera del fondo (que determina el valor de la participación a reembolsar) y la disponibilidad de herramientas de gestión de la liquidez apropiadas minimizan el riesgo de desajustes de la liquidez.

1 Se trata de la entrada en vigor del Reglamento (UE) 2017/11 sobre fondos del mercado monetario, que recogió la Circular 1/2019 de la CNMV.

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

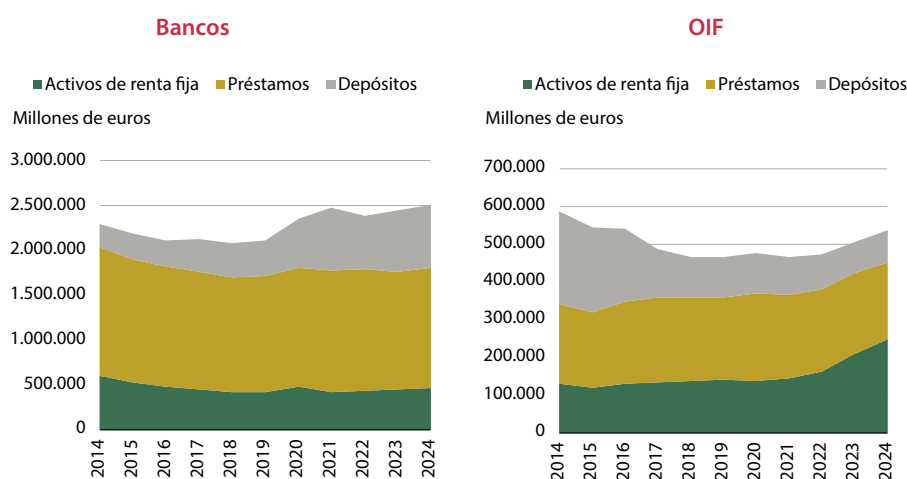
En esta sección se ofrece una visión general del nivel de implicación de los intermediarios financieros no bancarios en la intermediación crediticia. Para ello, se muestran las cifras correspondientes tanto a la financiación que conceden estas entidades como a la recibida por ellas. En este último caso, se pone especial énfasis en el uso que se hace de la financiación mayorista.

En 2024, la intermediación crediticia del sistema financiero en su totalidad se incrementó un 3,1 %, hasta alcanzar prácticamente 3,36 billones de euros. Este aumento se observó en todos los sectores, aunque con magnitudes notablemente distintas, y tuvo su origen tanto en el crecimiento del propio sistema financiero

como en la revalorización —aunque menor que en 2023— de los activos de renta fija⁴. El sector bancario es, con mucha diferencia, el subsector que posee un mayor volumen de activos crediticios: estos superaron los 2,5 billones de euros durante el año pasado (+2,5 % en 1 año), siendo los préstamos los que representan un mayor porcentaje (44,3 %, véase panel izquierdo del gráfico 4). En el caso de las OIF, los activos crediticios crecieron en 2024 un 6,3 % y se situaron al cierre del ejercicio en casi 535.000 millones de euros, alrededor de la mitad de sus activos financieros totales. Entre las entidades que conforman las OIF, las más importantes en términos de intermediación crediticia son los fondos de inversión, con un 49,4 %⁵ del total, seguidos de los vehículos de titulización, con un 27,1 %. La composición, no obstante, es muy distinta entre los dos tipos de vehículos: en los fondos de inversión casi la totalidad corresponde a activos de renta fija (más del 90 %), mientras que en la titulización los activos crediticios se corresponden con los préstamos titulizados por estas entidades.

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, las cifras son significativamente menores a las de la financiación concedida, con un crecimiento muy similar al del sistema en su totalidad. Así, el endeudamiento⁶ conjunto ascendía a casi 620.000 millones de euros a finales de 2024 (un 2,8 % más que en 2023), correspondiendo prácticamente la totalidad a bancos y OIF: mientras que el endeudamiento de los bancos superó los 356.000 millones de euros (+5,5 % respecto al año previo), el de las OIF se situaba ligeramente por debajo de los 236.000 millones (véase panel izquierdo del gráfico 5). Como se puede observar en el panel derecho del gráfico 5, dentro de las OIF, los fondos de titulización son los responsables de más de la mitad de las obligaciones debido a la propia naturaleza de su actividad⁷.

4 A modo de ejemplo, en 2024 los fondos de inversión de renta fija experimentaron una revalorización de su cartera del 3,5 %, mientras que en 2023 fue del 4,2 %.

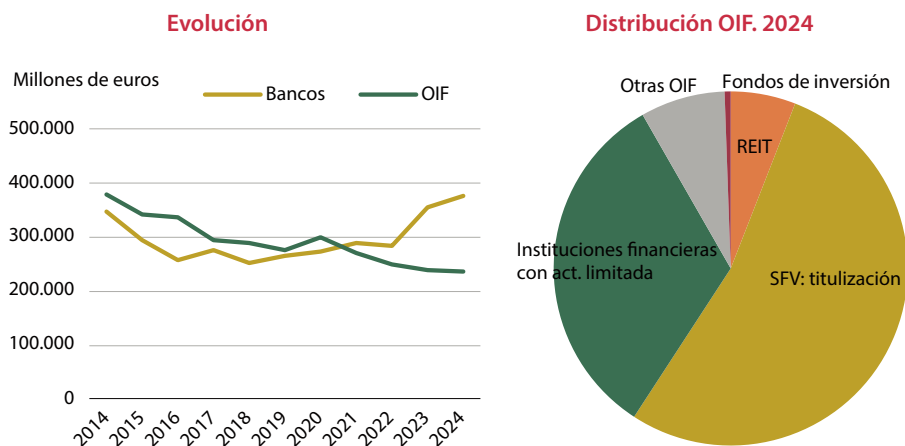
5 Esta cifra incluye los fondos monetarios y las IIC de inversión libre.

6 El endeudamiento está compuesto por los activos de renta fija emitidos por la entidad, préstamos y *repos* incluidos en el pasivo del balance.

7 Prácticamente la totalidad del pasivo está compuesto por los bonos o pagarés de titulización emitidos por el propio vehículo.

Pasivo de los bancos y las OIF

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV y Banco de España.

Entre las obligaciones, la dependencia de la financiación mayorista, que es una de las fuentes más relevantes de obtención de recursos⁸ y que había disminuido mucho en los últimos años para las OIF, se mantuvo prácticamente constante entre 2023 y 2024. De esta forma, este tipo de financiación se situó a finales de 2024 en poco más de 328.000 millones de euros, un 30 % del total de los activos financieros de estas entidades, porcentaje que, como cabría esperar, es superior al de los bancos, que se sitúa en el 12,5 %. Del total de estas obligaciones, la financiación a largo plazo es la fuente predominante para las OIF, con más del 70 % del total de la financiación mayorista en 2024.

2.2 Interconexión entre las entidades bancarias y las OIF

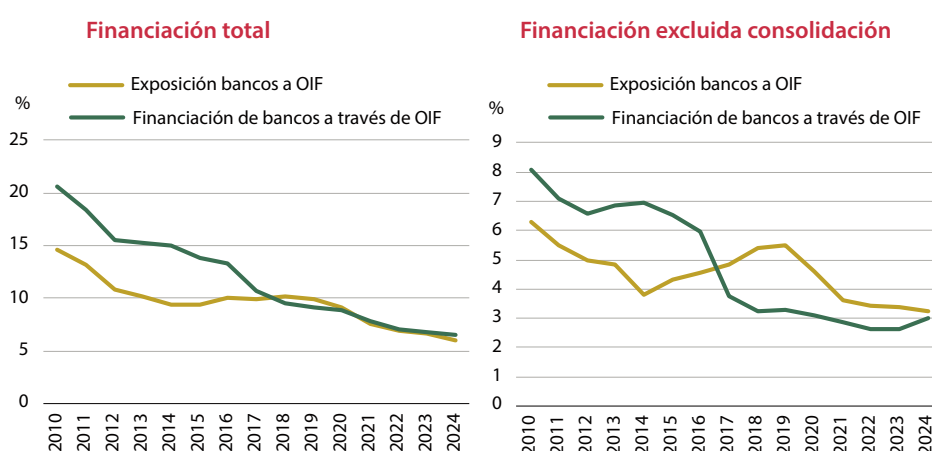
La interconexión entre los distintos sectores financieros es un factor relevante a la hora de evaluar los riesgos sobre la estabilidad financiera, ya que determina el nivel de propagación de ciertos riesgos específicos circunscritos en un ámbito muy concreto. Existen varias maneras de analizar estas interconexiones, ya que las entidades pueden estar relacionadas de manera directa (financiación que otorgan y reciben entre ellas), pero también indirecta. Esta última puede evaluarse de distintas formas como, por ejemplo, mediante indicadores de correlación de precios o entidades o también mediante el análisis de las posiciones comunes. En este epígrafe se ofrecen dos parcelas de análisis de la interconexión entre entidades: i) en la primera, se evalúa la exposición directa entre los bancos y las OIF como fuente primaria de contagio y ii) en la segunda, circunscrita al ámbito de los fondos de inversión, se cuantifican las posiciones comunes de estas instituciones en activos de renta fija. La identificación de posiciones comunes permite conocer tanto la exposición de estas instituciones a la materialización de ciertos *shocks* como también su capacidad de propagación.

8 Estos instrumentos, que son necesarios para una buena formación de precios y 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. Además, la financiación mayorista puede aumentar la interconectividad entre distintas instituciones financieras y por tanto contribuir a la prociclicidad del sistema.

La evaluación de la exposición directa entre bancos y OFI sigue mostrando, como en informes previos, un nivel de exposición mutuo reducido y en descenso. Esto sucede no solo si se cuantifican los derechos de los bancos en relación con las OIF («Exposición bancos a OIF» en los paneles del gráfico inferior) sino también si se evalúan las obligaciones bancarias con las OIF («Financiación de bancos a través de OIF»). Como se observa en el panel izquierdo del gráfico 6, tanto la exposición de los bancos a las OIF como las obligaciones se situaron alrededor del 6 % de los activos bancarios en 2024, por debajo de las cifras de años previos. Esta tendencia se mantiene si se deducen de estas cifras los derechos y obligaciones de las OIF que consolidan dentro de los propios grupos bancarios⁹ (véase panel derecho del gráfico 6) y que reducen este nivel de dependencia hasta porcentajes del 3 %, aproximadamente.

Interconexión entre bancos y OIF (% s/ activos bancarios)

GRÁFICO 6



Fuente: CNMV y Banco de España.

El grado de interconexión de las OIF con el resto de los subsectores del sistema financiero es mucho más reducido. Solo son ligeramente destacables las obligaciones con las compañías de seguros, que a finales de 2024 ascendían a 17.000 millones de euros. Como en ejercicios anteriores, resulta más relevante la interconexión dentro de las propias entidades que conforman las OIF, que alcanzó un importe superior a 77.000 millones de euros.

2.2.1 Interconexiones en el ámbito de los fondos de inversión

El análisis de las interconexiones a través de las posiciones comunes en el ámbito de los fondos de inversión se ha llevado a cabo teniendo en cuenta únicamente los activos de la cartera de renta fija, pues es la más relevante en los fondos que forman parte de la IFNB¹⁰. Dentro de esta cartera, el importe de la inversión en

9 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 las SFV.

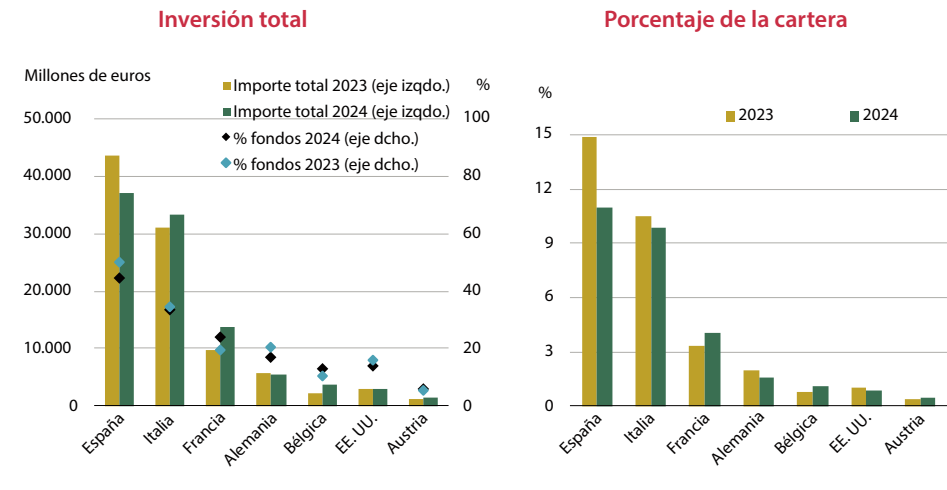
10 Como se explica en un epígrafe posterior, todos los fondos menos los de renta variable forman parte de la IFNB por su papel en la intermediación crediticia, que, en su mayoría, se origina por la inversión en activos de deuda. Los fondos mixtos (incluidos en la IFNB) pueden invertir tanto en activos de renta fija como de renta variable (de forma directa o indirecta).

deuda pública era de 103.633 millones de euros a finales de 2024, y el de la inversión en renta fija privada era de 115.149 millones, lo que supone alrededor de un 31 % y un 34 % de la cartera de estas instituciones¹¹. En este último caso, el porcentaje fue similar al de 2023, con un 33 %, mientras que para la deuda pública el peso se redujo de forma notable, en concreto 9 puntos porcentuales (p.p.).

En el ámbito de la deuda pública cabe destacar la elevada exposición de los fondos de inversión a deuda soberana española e italiana, con importes superiores a 37.000 y 33.000 millones de euros, respectivamente, a finales de 2024. Conviene mencionar que en el caso de la deuda española se redujo la exposición de forma notable, ya que a finales de 2023 ascendía a casi 44.000 millones. Estas cifras suponían el 10,9 % y el 9,8 % del importe de la cartera de los fondos y también afectaba a una proporción considerable de entidades: casi un 45 % tenía alguna exposición a deuda soberana española y más del 33 % contaba en su cartera con activos de deuda italiana¹² (véase gráfico 7). El resto de las exposiciones a deudas soberanas de otros países eran menos cuantiosas, pero también relevantes: destacaba la inversión en deuda emitida por Francia (casi 14.000 millones) y Alemania (5.400 millones).

Análisis de la renta fija pública de la cartera de los fondos de inversión

GRÁFICO 7



Fuente: CNMV.

La exposición a activos de renta fija privada se encuentra mucho más concentrada en instrumentos emitidos por el sector financiero, que se ha acentuado, además, en 2024. Como puede observarse en el panel izquierdo del gráfico 8, esta tenía un importe agregado de más de 67.000 millones de euros a finales de 2024 (un 30 % más que en 2023), lo que suponía el 19,9 % de la cartera de los fondos y afectaba a la mitad de las entidades. La inversión en renta fija privada de otros sectores afectaba a proporciones de fondos relevantes, de entre el 28 % y el 40 %, pero sus importes eran mucho más reducidos, de 9.000 millones en el sector industrial y algo superiores a los 5.000 millones en el de *utilities*, consumo cíclico o tecnológico.

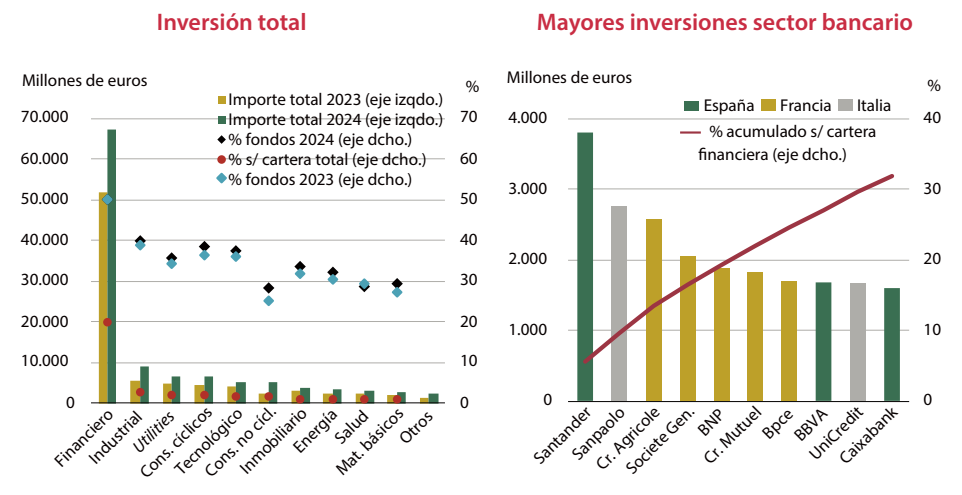
11 El resto de la cartera está formado, básicamente, por las inversiones en otras IIC (22 %), valores de renta variable (4 %), y efectivo y depósitos (5 %).

12 Muchos de ellos pueden tener exposición a ambos tipos de deuda.

Dentro de la inversión en deuda del sector financiero, la concentración era relativamente elevada a finales de 2024 y se centraba, básicamente, en bancos españoles, franceses e italianos. Así, las mayores inversiones se correspondían con un banco de cada país y suponían en conjunto el 13,6 % de la cartera financiera (véase el panel derecho del gráfico 8). Por su parte, las 10 inversiones más relevantes en términos agregados concentraban el 32,0 % de todos los valores bancarios, estando los 3 mayores bancos españoles entre ellas.

Desarrollo de las principales magnitudes

Análisis de la renta fija privada de la cartera de los fondos de inversión GRÁFICO 8



Fuente: CNMV.

El análisis de las interconexiones entre fondos de inversión a través de sus posiciones en activos de renta fija revela que estas instituciones están altamente interconectadas. Este ejercicio se ha efectuado a partir de la proporción para cada fondo de las inversiones en deuda soberana de un país en concreto y de las inversiones en renta fija privada agrupándolas por sector. El resultado para 2024 muestra una elevada similitud entre las carteras de los fondos, levemente superior a la de 2023: la densidad de la red en 2024 era del 76,3 %¹³ (75,9 % en el ejercicio anterior), mientras que el número medio ponderado de enlaces de cada fondo ascendía a 164¹⁴, 1 más que en 2023. Los dos gráficos siguientes ilustran el resultado de este análisis atendiendo a diferentes consideraciones.

Las interconexiones identificadas para los mayores fondos del sector, que representan el 70 % de la cartera total (114 fondos¹⁵), son muy elevadas en los fondos de renta fija y también en los mixtos, sobre todo en aquellos de tamaño medio (véase panel superior del gráfico 9). Esta conclusión se alcanza en función tanto del

13 Este indicador se calcula como el cociente entre el número de enlaces encontrados y el número total de enlaces posibles. Así, una red con una densidad de 0 es aquella en la que no existen vínculos entre los nodos, mientras que una red con una densidad del 100 % es un gráfico completamente conectado en el que todos los nodos están vinculados entre sí.

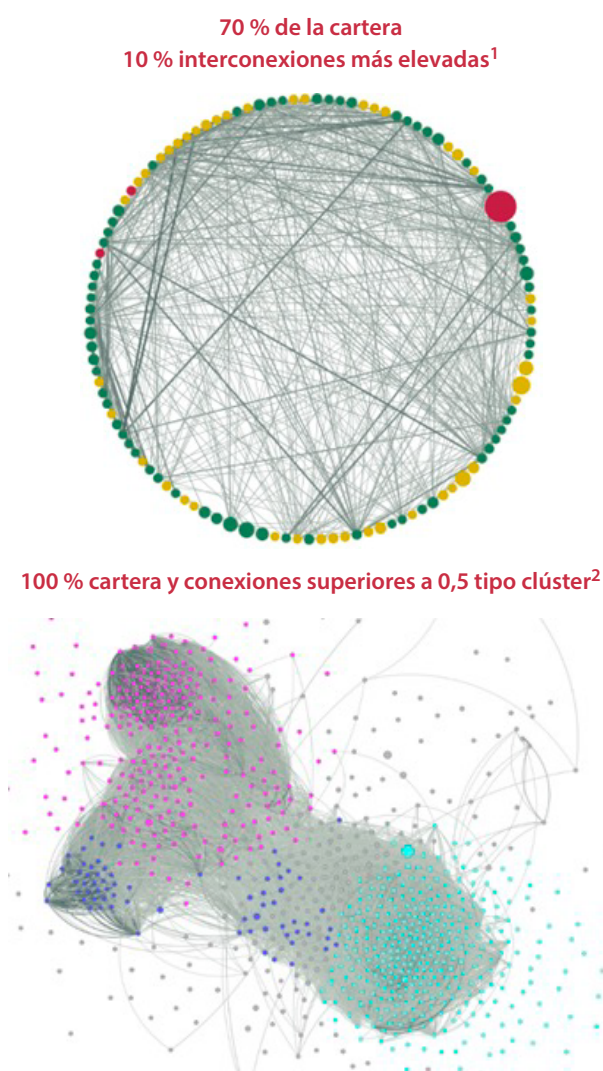
14 Esta cifra se obtiene a partir del número de interconexiones diferentes de cero que tiene cada fondo en términos medios (731) ponderado por el valor de cada interconexión (de media, el 22,5 %).

15 Estos fondos se reparten a lo largo del círculo, de manera que su tamaño es proporcional al de sus activos en cartera y su color se corresponde con la vocación (renta fija, mixtos o monetarios). El gráfico únicamente representa (mediante segmentos) el 10 % de las interconexiones más elevadas entre pares de fondos: el grosor de la línea y la intensidad de su color están directamente relacionados con el grado de la interconexión (las líneas de color gris más intenso y más gruesas apuntan a una mayor interconexión).

número de conexiones entre los fondos como de su intensidad. El análisis por vocación revela que tanto los fondos de renta fija como los mixtos están interconectados dentro de cada vocación y también entre ellas. En el gráfico se observan varios fondos de tamaño medio (los fondos más pequeños no están representados), que podrían asimilarse con el concepto de *hub*, pues presentan múltiples interconexiones con otros fondos de su vocación y de otras. También se observa que el fondo monetario de mayor tamaño no presenta conexiones destacables con el resto de los fondos, al igual que sucede con el resto de los fondos de tamaño elevado, todos pertenecientes a la vocación de renta fija¹⁶.

Interconexiones entre los fondos de inversión en el ámbito de la renta fija

GRÁFICO 9



Fuente: CNMV.

- 1 Cada círculo representa un fondo de inversión, su tamaño es proporcional al de su cartera y su color representa su vocación (renta fija: amarillo, mixtos: verde y monetarios: granate). El grosor y la intensidad del color de los segmentos que unen los fondos representan el grado de similitud de la cartera entre estos. El ejercicio total ha estimado un total de 349.931 interconexiones, de las cuales solo se representa el 10 % de las más fuertes.
- 2 Cada círculo representa un fondo de inversión y su tamaño es proporcional al de su cartera. El color indica el clúster al que pertenece y se representan las interconexiones que toman un valor superior a 0,5 (de un rango que va de 0 a 1), es decir, el 12,6 % del total de interconexiones no nulas.

16 En el gráfico parecen no tener ninguna conexión, pero esto es porque solo se han representado el 10 % de las conexiones más fuertes con fines ilustrativos.

El panel inferior del gráfico 9 ilustra las interconexiones superiores a 0,5¹⁷ y se identifican los 3 grupos de fondos que muestran una mayor interconexión entre ellos¹⁸ (clústeres). Un porcentaje elevado de fondos pertenece a uno de estos tres grupos, concretamente el 69,1 %, hecho que confirma el elevado grado de conexión en esta red, y en todos hay un porcentaje similar de cada una de las vocaciones. Como se puede observar en el cuadro 3, 2 de los grupos presentan un número relativamente elevado de fondos, con 348 (grupo 3, azul claro) y 280 (grupo 1, morado), mientras que en otro el número bastante reducido, ya que está compuesto solo por 73 fondos, y de un tamaño medio relativamente bajo (grupo 2, azul oscuro).

Características de los clústeres

CUADRO 3

	Número fondos	% cartera total (%)	Número medio enlaces ponderado	Densidad	Conexiones mayores al 50 %	Características
Clúster 1	280	24,3	98,6	1	26,5	Deuda pública española
Clúster 2	73	11,0	34,0	1	45,0	Deuda pública italiana
Clúster 3	348	33,8	136,7	0,99	35,0	Renta fija privada financiera

Fuente: CNMV.

El análisis de la cartera de los fondos pertenecientes a estos clústeres permite conocer la fuente de la interconexión dentro de cada uno de ellos y, por tanto, identificar fuentes de riesgo que pueden ser relevantes. Así, en el grupo 1 la elevada interconexión está originada por las inversiones en deuda pública española, que suponen para los fondos integrantes un 51,2 % de la cartera total en términos medios¹⁹. El grupo 2, por su parte, está formado por vehículos con una importante exposición a la deuda pública italiana²⁰, mientras que en el grupo 3 la interconexión es el resultado de las elevadas inversiones en renta fija privada del sector financiero²¹. Esta evidencia ayuda, por tanto, a delimitar el conjunto de fondos más expuestos a corto plazo a posibles *shocks* en cualquiera de estos activos de deuda y su grado de propagación al resto de los fondos.

17 Supone el 9,6 % de las interconexiones totales.

18 Las densidades estimadas para cada uno de estos grupos son de 1, 1 y 0,99.

19 Este porcentaje es muy variable entre los diferentes fondos, ya que oscila entre el 1 % y casi el 100 %. La mayor parte de estos fondos también tienen en común otras inversiones en deuda soberana, especialmente, italiana, francesa o alemana. De hecho, el 71 % de la cartera (de media) está invertida en renta fija pública.

20 En estos fondos, el porcentaje invertido en deuda pública es aproximadamente del 66,7 %, siendo más del 85 % deuda soberana italiana.

21 De la cartera total, el 68 % en términos medios está invertido en renta fija privada y el 4,6 %, en deuda pública. De los activos de deuda privada, casi la mitad se invierte en renta fija financiera, estando muy repartido el resto entre los demás sectores.

3 Intermediación financiera no bancaria

El volumen de activos que conforman la intermediación financiera no bancaria de este monitor se calcula conforme a una metodología que desarrolló el FSB en 2013^{22, 23}. Esta metodología identifica las entidades de carácter financiero y las clasifica en cinco funciones económicas, de acuerdo con una evaluación de riesgos que se deriva, típicamente, de aquellos conocidos a través de las entidades bancarias. Se podría decir que esta aproximación a la IFNB tiene un cierto carácter restrictivo y no sería excluyente de otros análisis de riesgos de carácter más amplio en el ámbito no bancario que pudieran incluir entidades como los fondos de pensiones y los seguros, o entidades o actividades sujetas a un grado menor de regulación, como las finanzas privadas. Como se explica en detalle posteriormente, la medida que se describe en este informe se obtiene, fundamentalmente, a partir de algunas de las entidades que conforman las OIF.

Como se observa en el cuadro 4, los activos totales en España de las 5 funciones económicas que estableció el FSB se situaron en 550.000 millones de euros en 2024, un 6,6 % más que en 2023. Las entidades más relevantes de la IFNB en España en términos cuantitativos son las que pertenecen a la **primera función, que comprende aquellos vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos**. Las entidades de esta función, que aglutina a todas las IIC financieras salvo los fondos de renta variable²⁴, acumulaban un importe de 365.000 millones de euros, un 15 % más que el año previo y un 66,3 % de los activos del conjunto de las 5 funciones. La relevancia de esta función dentro del total no ha dejado de aumentar desde el año 2011, cuando suponía un 22,4 % de las 5 funciones. A continuación, se encuentran las de la **función 5, que agrupa a las entidades que realizan intermediación crediticia basada en la titulización**. El importe de los activos de esta función se situó cerca de 128.000 millones de euros, un 8,7 % menos que en 2023. Como se indicó en la descripción de las OIF, el volumen de activos de estas entidades se ha reducido de forma notable en los últimos años, de modo que su relevancia, próxima al 70 % de las 5 funciones en 2011, se limitaba al 23,2 % en 2024.

22 «Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities».

23 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

24 Debido a que no realizan una función de intermediación crediticia relevante.

Funciones económicas	Definición	Entidades pertenecientes	Tamaño en millones de euros, (% en total IFNB), % var. 2024
FE1	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	364.665 (66,3 %) 14,9 %
FE2	Concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo	Establecimientos financieros de crédito	52.391 (9,5 %) -2,5 %
FE3	Intermediación en actividades del mercado dependiente de financiación a corto plazo o financiación garantizada	Sociedades de valores	3.736 (0,7 %) 7,2 %
FE4	Entidades que realizan una actividad de <i>facilitación</i> a la creación de crédito	Sociedades de garantía recíproca	1.695 (0,3 %) 8,2 %
FE5	Intermediación crediticia basada en la titulación para la financiación de entidades financieras	Vehículos de propósito especial (SFV) cuyo objeto es la titulación de activos	127.791 (23,2 %) -8,7 %
Total			514.684 (100 %) 5,4 %

Fuente: CNMV y Banco de España.

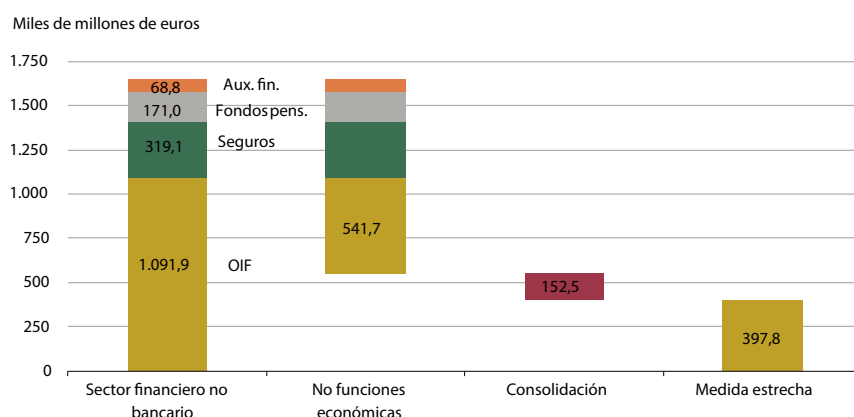
- 1 Según el criterio establecido por el FSB, solamente los fondos mixtos con un porcentaje de renta variable inferior al 80 % de la cartera total se incluyen en la FE1. En España, conforme a la legislación vigente, la exposición a la renta variable de los fondos mixtos no puede superar el 75 % de la cartera, por lo que todos ellos se consideran dentro de la IFNB.

En consecuencia, el resto de las funciones supone una parte pequeña, el 10,5 % del total en 2024 (11,4 % en 2023). Además, se concentra prácticamente en las entidades de la función económica 2, que realizan la actividad de concesión de préstamos dependiente de la financiación a corto plazo —los establecimientos financieros de crédito—, cuyos activos fueron de 52.400 millones en 2024 (un 9,5 % del total). Por tanto, los activos de las entidades del resto de las funciones, la FE3 (sociedades de valores) y la FE4 (sociedades de garantía recíproca), de 5.400 millones, solo suponían el 1 % de las 5 funciones.

El FSB propuso también una medida de la IFNB, denominada *estrecha*, que parte de los activos de las cinco funciones anteriores y descuenta aquellos que consolidan en grupos bancarios. En España esta medida se situó muy cerca de 400.000 millones de euros en 2024 (un 13,8 % más que el año anterior). Como se observa en el gráfico 10, se parte del agregado no bancario y se excluyen los activos de las entidades de seguros (319.100 millones de euros), los fondos de pensiones (171.000 millones), los auxiliares financieros (68.800 millones) y las entidades de las OIF que no realizan ninguna función económica²⁵ (541.700 millones). Esto equivale a las cinco funciones mencionadas anteriormente. El último paso descuenta el volumen de activos que consolida en grupos bancarios²⁶ (152.500 millones), lo cual deja el importe de la medida estrecha en los casi 400.000 millones indicados.

25 Las OIF que no forman parte de la IFNB son las instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero, los fondos de inversión de renta variable, los fondos y sociedades de inversión inmobiliaria (REIT, por sus siglas en inglés), las cámaras de contrapartida central (CCP, por sus siglas en inglés) y las entidades de capital riesgo. Estas entidades suponen la mitad de los activos de las OIF. También se incluyen los activos de entidades que no forman parte de las OIF, pero sí de la IFNB, si bien cabe mencionar que se trata de entidades muy poco relevantes (las sociedades de garantía recíproca).

26 La consolidación bancaria viene dada fundamentalmente por dos motivos: la entidad en cuestión está controlada por un banco o los activos pertenecientes a la entidad están, a su vez, en el balance del banco.

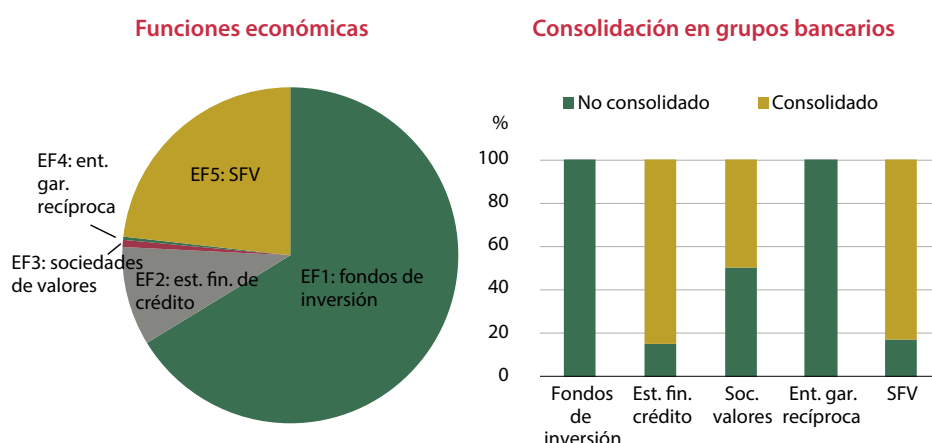


Fuente: CNMV.

El fenómeno de la consolidación en grupos bancarios afecta a tres de las cinco funciones económicas, siendo especialmente relevante en el caso de las titulizaciones y de los establecimientos financieros de crédito. Los porcentajes de consolidación son próximos al 90 % en ambos tipos de entidades (véase panel derecho del gráfico 11), hecho que reduce sensiblemente el volumen de activos de estas en la medida final. Tras este descuento, la relevancia de los activos de la FE1 (IIC) se eleva hasta el 91,7 %, es decir, prácticamente toda la medida estrecha de la IFNB se compone de IIC, y el resto se reparte entre titulizaciones (FE5) con un 5,4 %, establecimientos financieros de crédito (FE2) con un 2 %, y el remanente —las sociedades de valores (FE3) y las sociedades de garantía recíproca (FE4)— con un 1 % en términos agregados²⁷.

Distribución de la intermediación financiera no bancaria. 2024

GRÁFICO 11



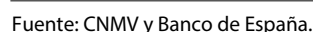
Fuente: CNMV y Banco de España.

(por tanto, sujetos a la regulación bancaria). Este último caso sería el de los vehículos de titulización, cuyos activos deben permanecer en el balance bancario si los riesgos y beneficios asociados a ellos no se han transferido sustancialmente a terceras partes.

27 El peso medio de estas funciones en la muestra de países del informe del FSB refleja una relevancia menor de los fondos de inversión y mayor del resto de las funciones (excepto la FE4, que también es residual): FE1: 74,1 %; FE2: 8,5 %; FE3: 7,0 %, y FE5: 7,5 %. El porcentaje restante corresponde a activos que no se pueden encajar en ninguna función determinada.

Peso relativo de la IFNB

GRÁFICO 12



El resultado de los indicadores de riesgo que se evalúan anualmente para cada función económica en relación con diferentes parcelas como la liquidez, el apalancamiento o el riesgo de crédito no mostró ninguna variación significativa en 2024²⁸. Solo se observan ligeras variaciones en algunas métricas, por ejemplo, en la de transformación de vencimientos, que señalan un riesgo menor tanto para los fondos de inversión de renta fija como para las sociedades de valores. La evolución de los indicadores de liquidez y de apalancamiento de los fondos de inversión, que son, *a priori*, las fuentes de riesgo más importantes para estas instituciones, continúan situando a los fondos españoles en una posición de riesgo bajo e inferior al que muestra el sector a nivel europeo. En el caso de la liquidez, se observa, en la mayoría de los casos, un aumento de la proporción de activos líquidos en las carteras. Esto fue posible a pesar del aumento de la proporción de deuda privada (en principio, menos líquida) y se explica por la mayor relevancia de activos con calificaciones crediticias muy altas (en teoría, más líquidos). En el caso del apalancamiento, los cálculos siguen poniendo de manifiesto un nivel muy

28 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.

bajo en todos los grupos de fondos, incluso en aquellos que pueden hacer un uso más intenso de este.

Grado de involucración de la IFNB en los riesgos financieros. 2024 CUADRO 5

	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} (%)	4,2	28,4	29,4	9,5	0,7	23,2

Fuente: CNMV. El indicador asociado al riesgo de crédito se basa en la proporción de los activos crediticios (renta fija y préstamos) en el activo total, el riesgo de transformación de vencimientos evalúa la proporción de pasivos a corto plazo sobre los activos a corto plazo (excepto en los fondos de inversión, en los que se calcula la proporción de activos a largo plazo sobre el patrimonio total), el riesgo de liquidez analiza la relevancia de los activos líquidos en cartera, y el apalancamiento, la proporción de fondos propios en el pasivo total. Para un mayor detalle de la definición de los indicadores y de sus umbrales para cada 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 basada en la metodología HQLA (*high quality liquid assets*), que tiene en cuenta el tipo de activo de la cartera y su *rating*. Desde el monitor de la IFNB publicado en 2022, esta valoración incluye los activos en cartera de las inversiones de las IIC en otras IIC.
- 2 En el caso de los fondos de inversión, 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.

3.1.1 Función económica 1: gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características las hacen susceptibles de reembolsos masivos

Las IIC pertenecientes a la función económica 1 (FE1) suponían en España el 92 % del total de la medida estrecha de la IFNB a finales de 2024, 1 p.p. más que el año previo debido al aumento de su patrimonio. Atendiendo a la definición de FE1, en España formarían parte de esta los fondos monetarios, los fondos de renta fija, los fondos mixtos, los fondos de inversión libre (*hedge funds*)²⁹ y las sociedades de inversión de capital variable (SICAV). Las entidades de capital riesgo, que han mostrado una expansión muy importante en los últimos años, son relevantes dentro del agregado no bancario, pero estrictamente no forman parte de esta

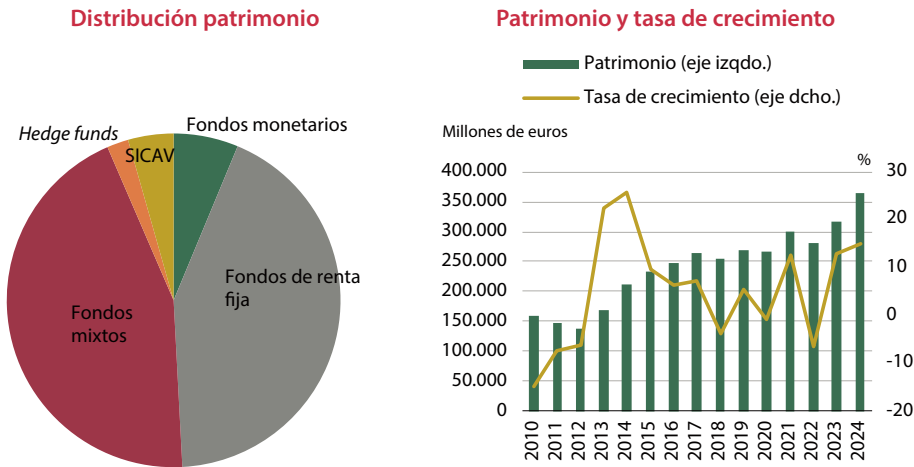
29 Estas instituciones pueden ser susceptibles de reembolsos masivos en sus ventanas de liquidez, si las tuvieran. Dentro de esta denominación se incluyen las cuatro tipologías de inversión libre que existen en España: IIC de inversión libre (fondos y sociedades) e IIC de IIC de inversión libre (fondos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

función económica establecida por el FSB debido a su carácter cerrado (ni tampoco tienen encaje en otras funciones). A pesar de ello, se trata de un sector que requiere una monitorización continua, dados los riesgos que puede acarrear y del que la CNMV da cuenta en otras publicaciones³⁰. Como se observa en el panel derecho del gráfico 13, el patrimonio de los fondos de la IFNB experimentó un crecimiento del 14,9 % en 2024, debido tanto a la revalorización del valor de la cartera de estos vehículos como a las suscripciones netas realizadas por los partícipes.

Dentro de la FE1, la relevancia de los vehículos de renta fija aumentó de forma significativa por tercer año consecutivo, alcanzando un peso relativo muy similar al de los fondos mixtos: mientras que los primeros representaban un 42,9 % del total tras aumentar 2 p.p., los segundos pasaron de un peso del 49,4 % al 44,3 %³¹ (véase panel izquierdo del gráfico 13). Estos movimientos fueron consecuencia de las elevadas suscripciones netas durante todo el año en los fondos de renta fija³² (superiores a los 35.000 millones de euros), a las que se suman los reembolsos netos en las principales categorías que componen los fondos mixtos. En el caso de los fondos monetarios, aunque el tamaño continúa siendo reducido en España comparado con otros países, su peso relativo se incrementó de forma notable en 2024, ya que pasó del 3,3 % al 6,3 %, habiendo aumentado ya en 2023 desde el 1,6 % (para un mayor detalle, véase el recuadro 1). Por su parte, la importancia de las SICAV se mantuvo prácticamente estable y se situó en el 4,4 %, después de 2 años en los que había descendido por el elevado número de bajas que se produjo³³. Los vehículos de inversión libre, por su parte, suponían un 2,1 % a finales de 2024, 3 décimas más que en 2023.

Distribución de los fondos de inversión pertenecientes a la IFNB

GRÁFICO 13



Fuente: CNMV.

30 Para un mayor detalle sobre la evolución de estas entidades entre 2013 y 2024, véase el artículo Santiago Cañizares, M.D. y Pedrón Fernández, G. (2025). «Evolución de las entidades de capital riesgo entre 2013 y 2024». *Boletín de la CNMV*, octubre, pp. 53-90. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_II_2025_ES.pdf

31 Dentro de los fondos mixtos se engloban distintas categorías de fondos, entre los que destacan los fondos globales (38,0 %), los fondos de renta fija mixta (23,7 %) y los fondos de gestión pasiva (17,1 %).

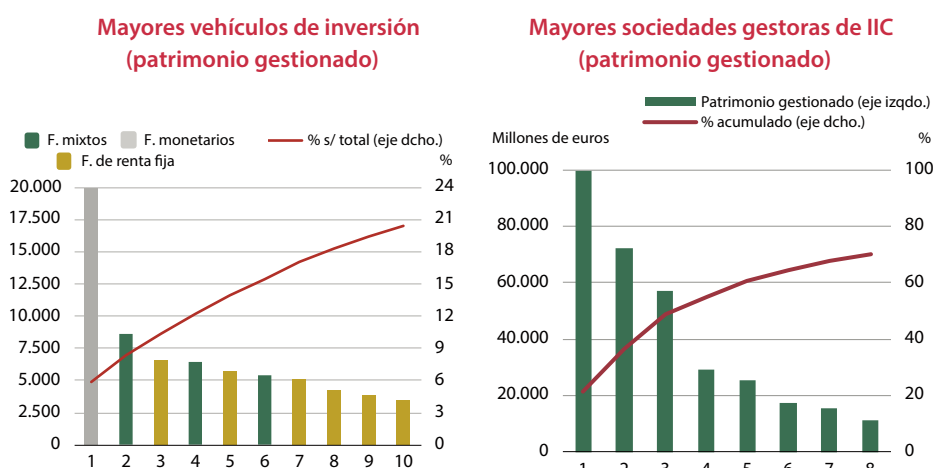
32 A pesar de la estabilización de los tipos de interés, esta tendencia ha continuado en el primer semestre de 2025 —con más fuerza si cabe—, con unas suscripciones netas en 6 meses superiores a 20.000 millones de euros.

33 Entre 2022 y 2023 se dieron de baja el 80 % de los vehículos, como consecuencia de la entrada en vigor de la Ley 11/2021, de 9 de julio, de medidas de prevención y lucha contra el fraude fiscal.

El número de vehículos de inversión pertenecientes a la FE1 ascendía a 1.866 a finales de 2024, una cifra muy similar a la del ejercicio anterior, en concreto, 4 menos. Del total, 1.282 correspondían a fondos de inversión, 428 a SICAV y 156 a *hedge funds*. Las principales características de los vehículos pertenecientes a esta función económica continuaron siendo en 2024 similares a las descritas en ediciones anteriores de este informe, con algunos cambios en relación con el ejercicio previo. En primer lugar, los vehículos de inversión con un mayor tamaño continuaban siendo los fondos de inversión: a finales de año 83 fondos de inversión gestionaban cada uno de ellos un patrimonio superior a 1.000 millones de euros (69 fondos en 2023), una cifra que tan solo superaban 2 SICAV. En segundo lugar, el grado de concentración de estas instituciones continuó siendo muy alto, mayor si cabe que en años anteriores, como consecuencia de que el fondo de mayor tamaño (monetario) dobló su patrimonio en 2024. Así, este único fondo suponía el 5,9 % del patrimonio del total de fondos (véase panel izquierdo del gráfico 14), mientras que el peso de los 10 más grandes era del 20,4 % (19,6 % en 2023). También continuó siendo muy elevado el grado de concentración en el ámbito de las gestoras de IIC, que fue similar al del ejercicio anterior: las 3 mayores entidades gestionaban el 48,9 % del patrimonio total y las 7 mayores el 67,8 %, todas ellas pertenecientes a grupos bancarios (véase panel derecho del gráfico 14).

Concentración en el sector de la inversión colectiva

GRÁFICO 14



Fuente: CNMV.

Como en ejercicios precedentes, el análisis de los riesgos financieros asociados a los fondos de inversión de la IFNB no muestra vulnerabilidades relevantes desde el punto de vista de la estabilidad financiera. Estos análisis, como en anteriores ediciones de este informe, contienen información tanto de los potenciales desajustes de liquidez y el nivel de apalancamiento, que continúan siendo objeto de las mayores preocupaciones a nivel internacional en el contexto del riesgo sistémico, como de su riesgo de crédito y de transformación de vencimientos. Para una estimación más precisa de estos dos últimos riesgos se incorpora una evaluación de la calidad de los activos de la cartera de renta fija de los fondos, mediante el análisis de las calificaciones crediticias y de la duración.

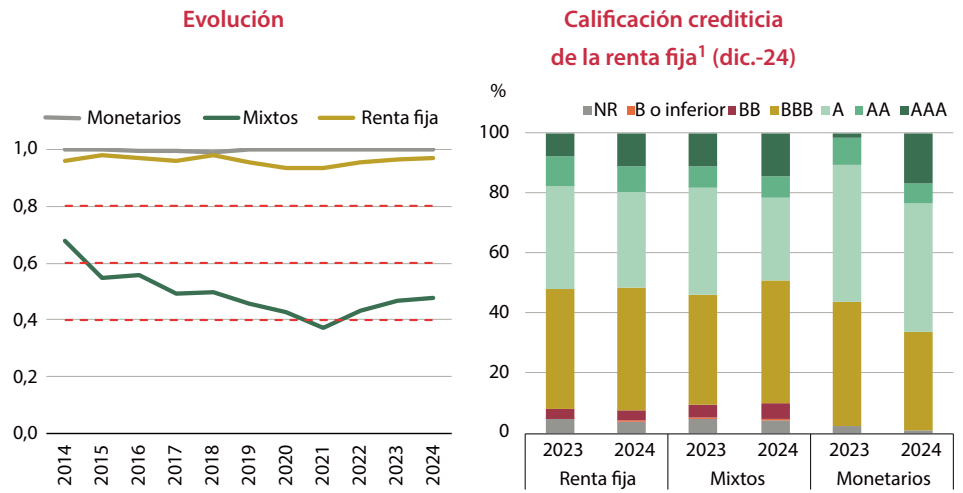
El riesgo de crédito de los fondos de inversión se analiza midiendo la proporción de activos crediticios en la cartera y evaluando las calificaciones crediticias de estos activos. La proporción de activos de renta fija en la cartera de los fondos monetarios y en los de renta fija es habitualmente muy elevada, debido a la propia naturaleza de estas instituciones, concebidas para invertir en activos de renta fija.

Por ello, para estos fondos, ratios cercanas al 100 % no deben constituir una señal de alarma, siendo necesario complementar el análisis de riesgos con la información sobre la calidad crediticia de la cartera, que se comenta con posterioridad. En el caso de los fondos mixtos, para los que esta proporción es más informativa, en 2024 se observó un aumento hasta el 47,5 % a finales de 2024 (46,7 % un año antes). Este cambio se explica, especialmente, por el incremento de las inversiones en deuda privada, que suponían al cierre del ejercicio un 18,1 % de la cartera total, casi 4 p.p. por encima de la cifra de 2023.

El análisis de las calificaciones crediticias de la cartera de renta fija de los fondos revela una estabilización de las inversiones pertenecientes al grupo considerado de alta calidad (o *investment grade*), tras el notable aumento de 2023. En concreto, la proporción de activos de deuda de alta calidad fue del 92,4 % en los fondos de renta fija y del 90,2 % en los mixtos, cifras similares a las de 2023, mientras que en los fondos monetarios se situó en el 99,0 % frente al 97,7 % del ejercicio anterior (véase panel derecho del gráfico 15³⁴). Además, en los fondos monetarios, como ya sucediera en 2023, se produjo una mejora de la calidad de los activos dentro de este grupo, con una reducción de la relevancia de aquellos con calificación BBB (la peor dentro de *investment grade*, previa a *high yield*) de casi 9 p.p., hasta el 32,8 % del total, y un aumento notable de los activos AAA o AA, que pasaron del 10,4 % al 23,3 %.

Riesgo de crédito en las distintas tipologías de fondos de inversión

GRÁFICO 15



Fuente: CNMV.

1 Distribución de la cartera de renta fija de las tres categorías de fondos de la IFNB (renta fija, mixtos y monetarios) en función de las calificaciones crediticias de sus activos en cartera. NR: sin calificación.

El riesgo de transformación de vencimientos de los fondos de inversión se analiza mediante el cálculo de la ratio entre los activos a largo plazo y el patrimonio gestionado por el fondo³⁵, que descendió en 2024 para los fondos de renta fija

34 En el caso de los fondos de la Unión Europea, el análisis publicado por la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB) revela que la calificación crediticia de la deuda en la cartera de estos fondos se mantuvo muy estable entre 2023 y 2024, por lo que se continúa observando un nivel medio peor que la de los fondos españoles: la proporción de deuda de alta calidad (o *investment grade*) se situó alrededor del 50 % (muy por debajo del 90 % de los fondos españoles).

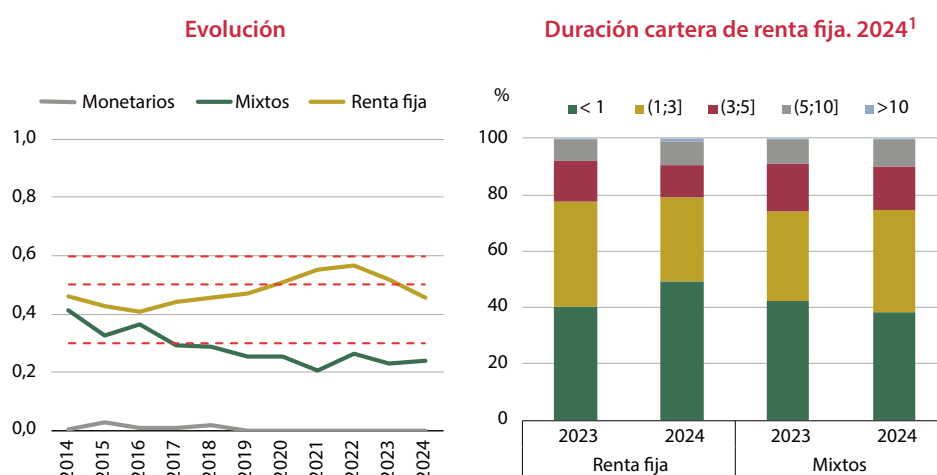
35 En el caso de los fondos de inversión, en lugar de calcular la relación entre el pasivo y el activo a corto plazo, como en el resto de las entidades, se calcula la proporción de activos a largo plazo sobre el total

y se mantuvo estable para los mixtos³⁶. Como se puede observar en el panel izquierdo del gráfico 16, esta ratio muestra únicamente un valor relativamente elevado en los fondos de renta fija, aunque con el descenso en 2024 de 6 p.p., hasta situarse en el 45,4 %, pasó de riesgo medio a moderado. En los fondos mixtos esta ratio continuó ligeramente por encima del 23 %.

El análisis de la duración³⁷ de los activos de la cartera de renta fija de estos vehículos mediante el cálculo de la duración modificada³⁸ muestra para 2024 un valor medio de 1,9 en los fondos de renta fija y de 2,1 en los fondos mixtos, cifras similares a las de 2023. En el caso de los fondos monetarios, obviamente, la cifra era mucho menor, situándose en 0,22³⁹, con un descenso, en este caso, notable, ya que en 2023 era de 0,31. Como se puede observar en el panel derecho del gráfico 16, en la cartera de renta fija de los fondos mixtos algo más del 38 % de los activos (valor de mercado) tenía una duración modificada inferior a 1 año, mientras que tan solo el 0,6 % era superior a los 10 años. En el caso de los fondos de renta fija estos porcentajes eran del 49,1 % y del 0,8 %, respectivamente.

Transformación de vencimientos en las distintas tipologías de fondos de inversión

GRÁFICO 16



Fuente: CNMV.

1 No se incluyen los fondos monetarios, ya que la totalidad de su cartera de renta fija tiene una duración inferior a 1 año.

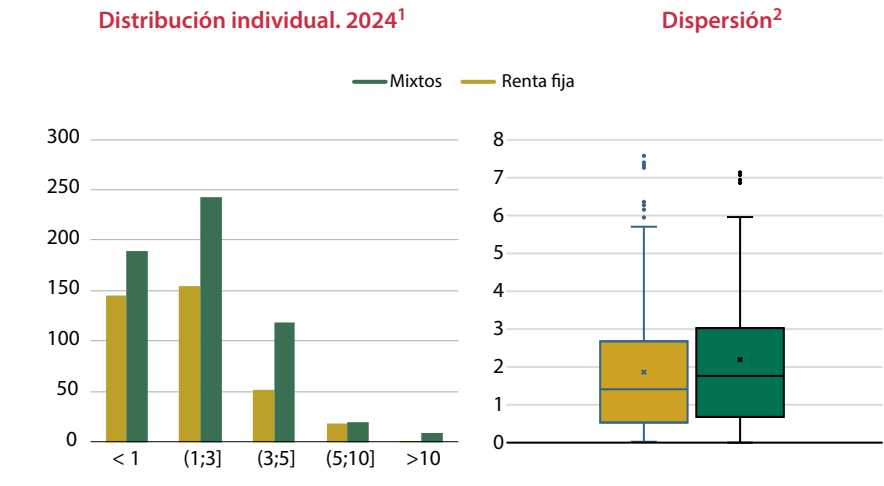
de los activos. Como ya se ha comentado en informes previos, esta diferencia en el cálculo de la ratio radica en el hecho de que en los fondos de inversión los partícipes pueden reembolsar sus participaciones con una frecuencia elevada, en la mayoría de los casos de forma diaria, por lo que el pasivo a corto plazo no es representativo de todas las posibles obligaciones del fondo.

- 36 Para los fondos monetarios los activos a largo plazo son prácticamente inexistentes, dadas las restricciones de su política de inversión (la duración media de la cartera debe ser inferior o igual a 60 días y el vencimiento medio no puede superar los 120 días).
- 37 La duración es una medida del plazo efectivo hasta el vencimiento de un activo, teniendo en cuenta todos los flujos de caja a lo largo de la vida del activo.
- 38 La duración modificada mide la variación porcentual que se produce en el precio de un activo financiero ante un aumento de 100 puntos básicos de los tipos de interés.
- 39 No se dispone de datos de duración modificada para los fondos de la Unión Europea, pero sí de la duración, que se situó en 6,4 (6,7 el año anterior). Esta cifra, a pesar de que no es perfectamente comparable, muestra con claridad que la sensibilidad frente al aumento de tipos de interés en España es inferior a la de la media de los países de la Unión.

La mayor parte de los fondos tiene una duración modificada media inferior a 5, concretamente un 95 %, tanto para los fondos de renta fija como para los mixtos⁴⁰. De forma adicional, puede observarse que la dispersión de los valores de la duración modificada de la cartera de los fondos no es muy elevada, y es relativamente similar para los de renta fija y los mixtos (véase gráfico 17). Así, para más de la mitad de los fondos la duración modificada se situaba a finales de 2024 entre 0,5 y 3, un rango algo superior al de 2023 (entre 0,8 y 2,8).

Duración modificada media de la cartera de renta fija de las distintas tipologías de fondos de inversión

GRÁFICO 17



Fuente: CNMV.

- 1 Distribución del número de fondos según su duración modificada.
- 2 El gráfico representa, para cada tipología de fondos, el mínimo, el máximo, la media (x), la mediana y los percentiles 0,25 y 0,75 de la duración de los fondos. En el caso del mínimo y máximo, se han excluido los valores atípicos (valores que quedan por debajo (encima) del primer (tercer) cuartil cuya distancia a este es superior a 1,5 veces el rango intercuartílico (P75-P25)).

Para realizar un análisis de las condiciones de liquidez de la cartera de los fondos se utiliza la ratio conocida como HQLA (*high quality liquid assets*), que incorpora información tanto sobre el tipo de activo como de sus calificaciones crediticias. Utilizando esta metodología, se han realizado dos cálculos del nivel de liquidez, uno más restringido (nivel 1), que incluye los valores considerados completamente líquidos (véase nota al pie 1 del gráfico 18) y otro algo más flexible, que incluye, además de los primeros, porcentajes variables de activos con un nivel de liquidez medio o alto (véase nota al pie 2 del gráfico 18). Cabe mencionar que, para el nivel 2 de liquidez, se ha cuantificado también la liquidez de las IIC en las que invierten los fondos españoles.

El porcentaje de activos considerados muy líquidos (HQLA nivel 1) se redujo ligeramente en 2024 en el caso de los fondos de renta fija y mixtos (desde niveles elevados), mientras que aumentó en los fondos monetarios. Así, esta ratio se situó en el 20,6 % para los fondos mixtos y en el 38,1 % para los de renta fija, en ambos casos alrededor de 2 p.p. por debajo de la cifra observada 1 año antes. En el caso de los fondos monetarios el porcentaje fue del 35,9 %, después de aumentar casi 10 p.p.

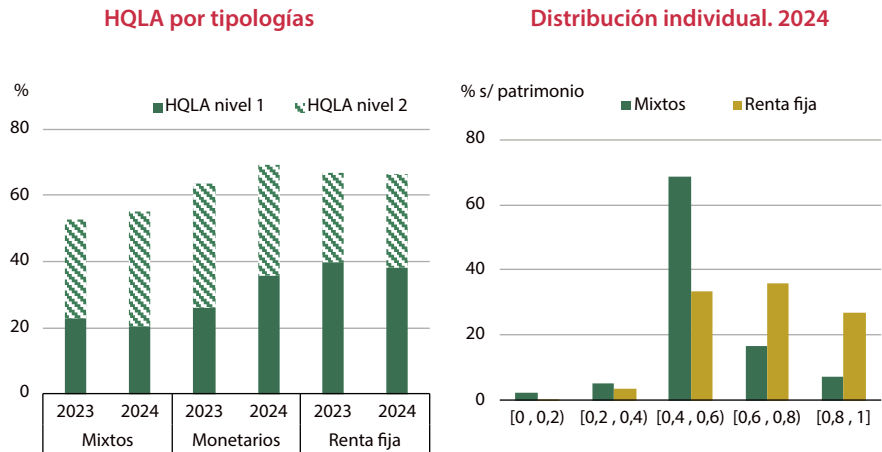
40 Solo se han identificado 10 fondos (2 más que en 2023) que al cierre de 2024 tuvieran una cartera de renta fija con una duración modificada media superior a 10. De ellos, 9 eran fondos mixtos y 1 era un fondo de renta fija.

en 1 año. Dentro de estos activos, la mayor parte se correspondía con inversiones en deuda pública de alta calidad, especialmente en los fondos de renta fija (casi tres cuartas partes del total). En el caso de los fondos mixtos también destacaba, aunque a cierta distancia, el importe de la tesorería (22 % de los activos líquidos).

En cambio, la ratio de HQLA nivel 2 aumentó en 2024 tanto para los fondos monetarios como para los mixtos, al pasar del 63,7 % al 69,1 % en el primer caso y del 52,5 % al 55,0 % en el segundo, y se mantuvo prácticamente constante en los fondos de renta fija (66,5 %). En los fondos mixtos, esta mejora de la liquidez tuvo su origen, sobre todo, en la calidad crediticia de la inversión en deuda pública, con unos activos con calificación A o superior que representaban el 67,9 % de esta cartera (54,1 % en 2023). En cuanto a la distribución individual, se observa un aumento importante de los fondos con un nivel alto de activos líquidos (superior al 60 % del patrimonio), que pasaron de representar un 20,6 % del total (en términos patrimoniales) a un 24,2 % (véase panel derecho del gráfico 18). En el caso de los fondos de renta fija, a lo largo de 2024 se registró una disminución de la inversión en deuda pública, mientras que creció en los activos de renta fija privada. Esto, que en un principio daría lugar a un cierto deterioro del indicador de liquidez⁴¹, se vio compensado por un aumento de los activos con la calidad crediticia más alta (AA/AAA), que se situó en el 19,5 % (2 p.p. más que en 2023). Por su parte, el notable incremento de la liquidez de los fondos monetarios tuvo que ver con la redistribución dentro de la cartera de renta fija, que, al contrario que en otras categorías, experimentó un repunte de la inversión en deuda pública en detrimento de la privada⁴².

Riesgo de liquidez de los fondos de inversión: distribución de los activos HQLA^{1, 2}

GRÁFICO 18



Fuente: CNMV.

- 1 Los activos incluidos en el nivel 1 del HQLA son el efectivo, los depósitos y la deuda pública de alta calidad.
- 2 El HQLA nivel 2 incluye, además de los activos pertenecientes al nivel 1, 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 %.

41 Los activos de deuda pública tienen, a igualdad de calificación crediticia, una ponderación mayor dentro del HQLA que los de renta fija privada.

42 La deuda pública pasó de un 18,4 % de la cartera total en 2023 a un 25,6 % en 2024, mientras que la deuda privada pasó del 63,0 % al 52,7 %.

Finalmente, en relación con el nivel de apalancamiento de las IIC, se puede hablar de apalancamiento tanto financiero (endeudamiento) como sintético (a través de derivados). En el caso del primero, la legislación española establece que las IIC mobiliarias (a excepción de las de inversión libre) tan solo se pueden endeudar temporalmente para resolver dificultades transitorias de liquidez⁴³ y en ningún caso superar el 10 % de su patrimonio⁴⁴. Además, estas instituciones tienen la opción de apalancarse mediante el uso de derivados, una práctica que puede acrecentar significativamente otros riesgos ya existentes en estos vehículos. Por eso, es importante hacer un seguimiento periódico, utilizándose en este caso la metodología propuesta por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO⁴⁵).

De acuerdo con esta metodología, la exposición bruta se mide a partir de la suma de los importes nominales de los contratos de derivados, permitiendo realizar un ajuste por la delta⁴⁶ en el caso de las opciones. La exposición neta se calcula a partir de la exposición bruta después de realizar ciertas compensaciones entre posiciones largas y cortas, neutralizando así toda aquella operativa que se realiza con la finalidad de cubrir los riesgos de la cartera de contado. En la normativa europea se ha desarrollado una metodología propia de cálculo de la exposición neta, denominada *método del compromiso* (*commitment method*), con unas reglas concretas para realizar las compensaciones entre posiciones largas y cortas. El apalancamiento es la ratio entre la exposición (bruta o neta) obtenida a través de derivados y el patrimonio de la institución.

A finales de 2024 la exposición bruta a través de derivados representaba de media, para los fondos de inversión (FI) y SICAV incluidos en la IFNB un 14,4 % del patrimonio total, lo que supone una disminución respecto a la cifra del año anterior (19 %). Por otro lado, según la información disponible en la CNMV, siguen sin observarse vulnerabilidades relevantes en ninguno de los posibles riesgos que puede generar esta operativa (de contraparte, de mercado y de contagio). En términos netos, la exposición se situó, de media, en el 8,2 % del patrimonio al cierre de 2024, ligeramente por debajo de la de 2023 (9 %), calculada para el 94 % de los FI y SICAV (el 6 % restante no está obligado a calcular el apalancamiento neto⁴⁷). Cabe destacar que ninguna de estas medidas de apalancamiento incorpora posibles exposiciones indirectas como consecuencia de la inversión en otras IIC que están a su vez apalancadas.

43 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.

44 Las SICAV excepcionalmente pueden llegar al 15 %, cuando recurran a financiación para la compra de inmuebles necesarios para su actividad. Al cierre de 2024, el endeudamiento medio financiero de los FI y SICAV incluidos en la IFNB era del 0,02 %.

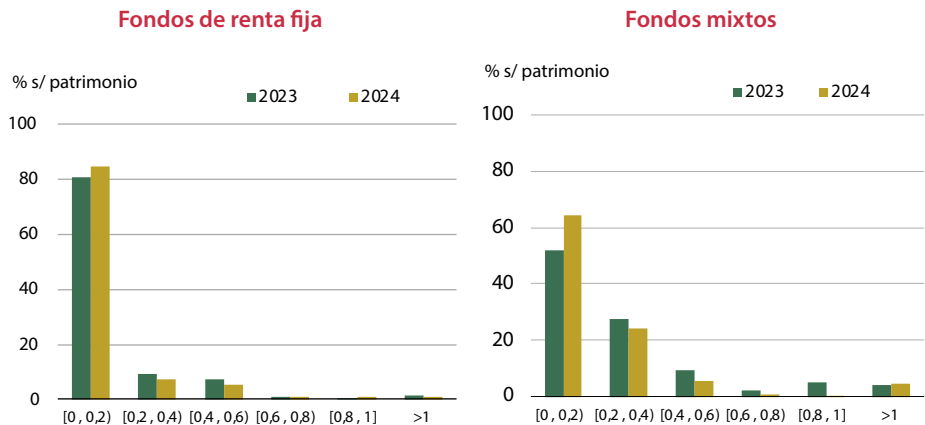
45 IOSCO (2019). *Final Report on Recommendations for a Framework Assessing Leverage in Investment Funds*, diciembre.

46 Refleja la probabilidad de que la opción se ejerza.

47 En su mayoría son FI que siguen la metodología VaR (*value at risk*) para calcular el riesgo de apalancamiento. También incluye algunos fondos con objetivo de rentabilidad garantizado.

En un análisis del apalancamiento bruto a nivel individual en las subcategorías de fondos de renta fija y mixtos⁴⁸ se observa que una elevada proporción de fondos no contrató derivados o lo hizo de forma muy residual⁴⁹. Así, la exposición al riesgo de mercado era inferior al 40 % en más del 90 % de los fondos de renta fija y alcanzaba casi el mismo porcentaje en los fondos mixtos (en términos patrimoniales). Por el contrario, únicamente había un 1,9 % de los fondos de renta fija con un apalancamiento superior al 80 %, mientras que este porcentaje aumentaba hasta el 5,2 % para los fondos mixtos.

Apalancamiento bruto en las distintas tipologías de fondos de inversión GRÁFICO 19



Fuente: CNMV.

Por lo que respecta a las IIC de inversión libre la evidencia refleja que, a pesar de que su marco regulador es más flexible y permite un mayor apalancamiento, este es muy reducido (25 % de exposición bruta media a finales de 2024⁵⁰) y la mayoría de los fondos (en términos de patrimonio) no realizan operativa con derivados. Por lo que se refiere a las IIC que invierten en otras IIC de inversión libre (IICIL⁵¹) se debe tener en cuenta que el apalancamiento se asume de forma indirecta a través de la inversión en IIC de inversión libre, siendo la operativa con derivados declarada directamente muy reducida, con tan solo tres instituciones que comunicaron compromisos por operaciones cortas⁵².

El riesgo de contraparte (riesgo de que las dificultades financieras de una contrapartida se transmitan a las IIC), que se amplifica con un elevado uso del apalancamiento, es insignificante en los fondos de inversión españoles. Esto se explicaría por una operativa en derivados que se liquida mayoritariamente a través de CCP. Así, a finales de 2024 el saldo deudor del conjunto de los FI y SICAV incluidos

48 Los fondos monetarios solamente pueden contratar derivados como cobertura, tanto del riesgo de tipo de interés como del de tipo de cambio.

49 En términos agregados, en los fondos de renta fija el nivel de apalancamiento era del 10,5 %, mientras que en los fondos mixtos esta cifra era del 20,7 %.

50 Calculada a partir de la suma de los importes nominales de los contratos de derivados, sin realizar ningún ajuste por la delta en el caso de opciones.

51 Fondos y sociedades que invierten en otras IICIL.

52 Posiblemente con fines de cobertura.

en la IFNB originado por resultados positivos en derivados pendientes de liquidar representaba el 0,1 % del patrimonio total (0,15 % en 2023). Al descontar los colaterales recibidos de las contrapartidas, el riesgo de contrapartida neto se situaría en el 0,01 % del patrimonio. En el caso de las IIC de inversión libre, este porcentaje era ligeramente superior al correspondiente a los FI y SICAV (0,7 % en términos brutos y 0,4 % neto de colaterales).

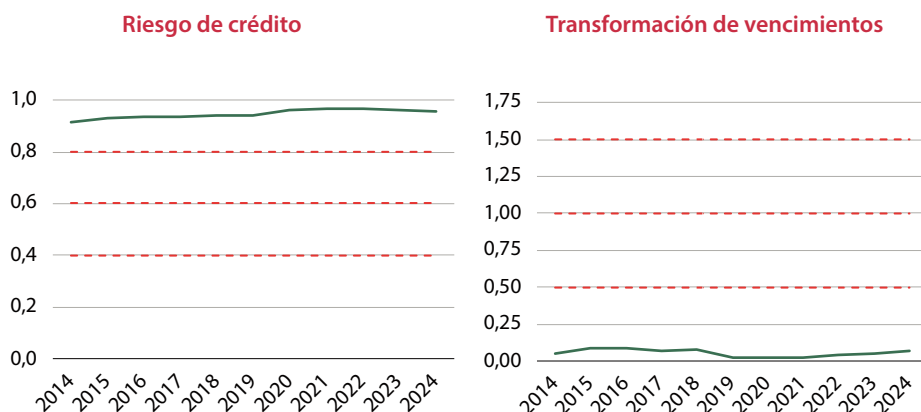
3.1.2 Función económica 2: *concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo*

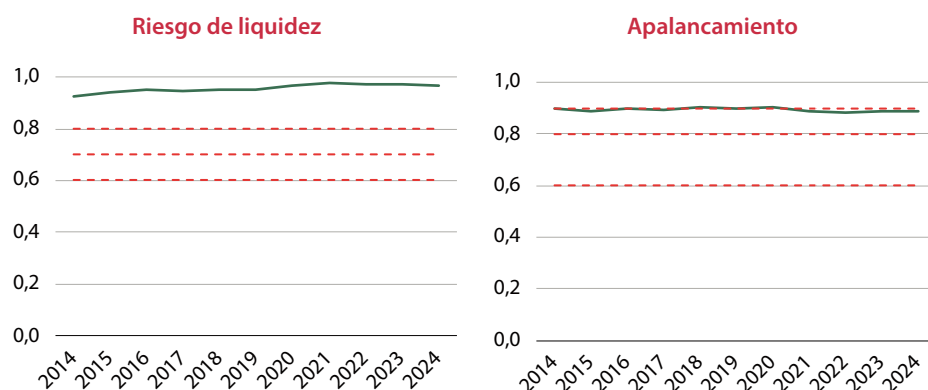
La función económica 2, definida como la concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo, está formada en el caso de España por los establecimientos financieros de crédito y tiene un peso muy reducido en la IFNB. No obstante, esta función puede ser desarrollada por una amplia variedad de entidades y, según la jurisdicción, con marcos regulatorios distintos. En España, como se ha indicado previamente en este informe, los establecimientos financieros de crédito acumulaban a finales de 2024 un importe de activos superior a 52.000 millones de euros (9,5 % de los activos de las 5 funciones). No obstante, el elevado porcentaje de activos que consolida en entidades bancarias (85 % del total) hace que la relevancia de esta función dentro de la medida más ajustada de la IFNB sea muy pequeña (2,0 % en 2024, 2 décimas menos que en 2023).

En la evaluación realizada de los riesgos de las entidades de esta función no se observan grandes cambios respecto a informes anteriores, destacando los riesgos de crédito y de liquidez por su propio modelo de negocio. Como se puede observar en el gráfico 20, los riesgos evaluados presentan una gran estabilidad temporal y, para aquellos en los que se obtienen las ratios más elevadas, este resultado no es especialmente preocupante debido a que estas entidades se dedican a la concesión de créditos y, por tanto, el riesgo de crédito es necesariamente elevado, así como el de liquidez. Se necesitaría una información más detallada sobre el tipo de crédito concedido y las características de los agentes que lo reciben para realizar una valoración más precisa de este riesgo, aunque hay que recordar que el impacto en términos de estabilidad financiera de la actividad de estas entidades es muy limitado, dado su tamaño.

Evolución de los riesgos en los establecimientos financieros de crédito

GRÁFICO 20





Fuente: CNMV.

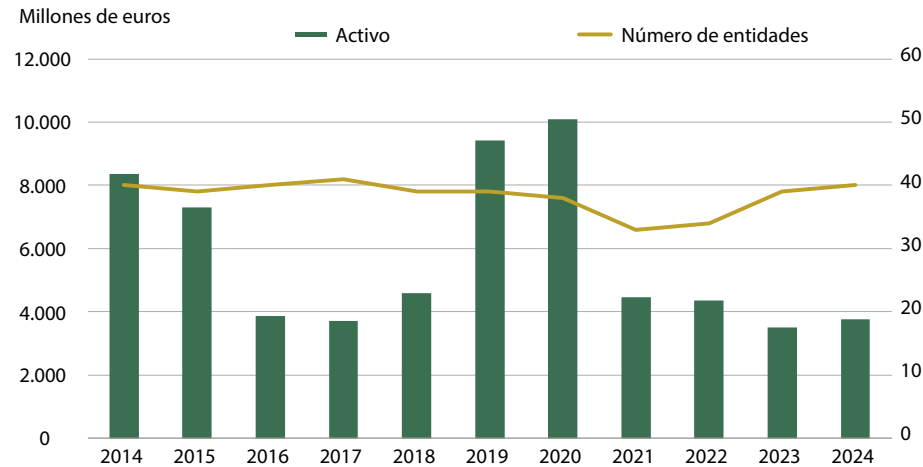
3.1.3 Función económica 3: intermediación en actividades del mercado dependiente de financiación a corto plazo o financiación garantizada

En esta función económica se encuentran las sociedades de valores, cuyo número era de 40 a finales de 2024 (39 en 2023), con unos activos financieros totales de 3.736 millones de euros (un 7,2 % más que en 2023). A pesar de este aumento y de que el número de entidades se ha incrementado en los últimos años, los activos del sector continúan en cifras muy bajas, prácticamente en mínimos históricos (véase gráfico 21). Como se ha mencionado en ediciones anteriores de esta publicación, el tamaño del sector de las sociedades de valores (y de empresas de servicios de inversión en general) es muy reducido en relación con los de otras jurisdicciones, ya que el negocio de la prestación de servicios de inversión lo realizan en nuestro país, fundamentalmente, las entidades de crédito: en 2024 el 87 % de los ingresos que se obtuvieron en este ámbito correspondió a entidades de crédito y el 13 % restante, a otras entidades, entre las cuales están las sociedades de valores, pero también las agencias de valores o las empresas de asesoramiento financiero⁵³.

53 En el análisis que realiza la CNMV cada año y que tiene en consideración el modelo de negocio de las entidades financieras más allá de su forma legal, se observa que casi el 70 % del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en España (incluida la gestión de IIC y medido a través de las comisiones percibidas) correspondió a bancos comerciales tradicionales o a entidades que pertenecen a sus grupos. Para un mayor detalle, véase capítulo I.3 del *Informe Anual* de la CNMV.

Activos de las sociedades de valores y número de entidades

GRÁFICO 21

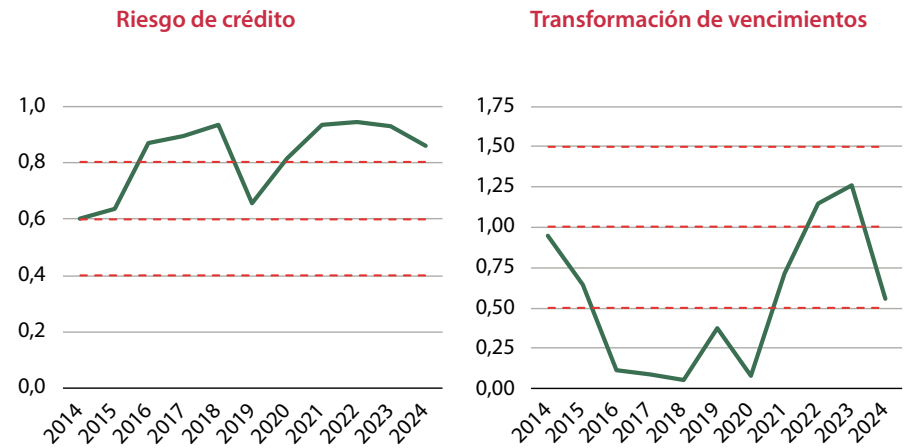


Fuente: CNMV.

Las sociedades de valores, dentro de las 5 funciones económicas, tienen poca relevancia, con un peso inferior al 1 %, por lo que, *a priori*, la valoración del riesgo para la estabilidad financiera de su actividad es muy reducida. Aun así, con fines ilustrativos, se exponen en el gráfico 22 los indicadores de riesgo de estas entidades. En los diferentes paneles puede observarse que los riesgos más relevantes son los de crédito y liquidez, y que el riesgo de transformación de vencimientos se redujo considerablemente en 2024. En relación con el riesgo de liquidez, según la información enviada por las entidades españolas a la CNMV, todas las sociedades de valores cumplían con holgura los requisitos mínimos establecidos por el Reglamento (UE) n.º 2033/2019⁵⁴, ⁵⁵.

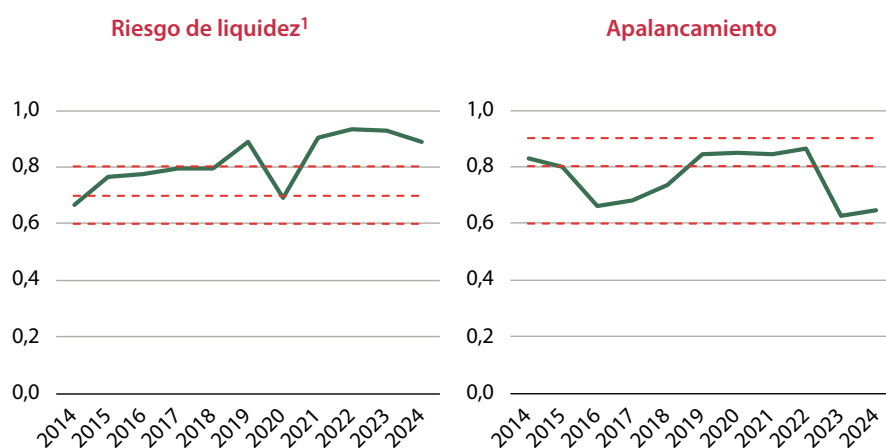
Evolución de los riesgos en las sociedades de valores

GRÁFICO 22



54 Reglamento (UE) n.º 2033/2019 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativo a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión, y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010, (UE) n.º 575/2013, (UE) n.º 600/2014 y (UE) n.º 806/2014.

55 El requisito mínimo de liquidez es de al menos un tercio del requisito basado en los gastos fijos generales, que, a su vez, se establece como el 25 % de los gastos fijos generales del ejercicio precedente.



Fuente: CNMV.

- 1 A partir de 2021, con la entrada en vigor del reglamento mencionado en la nota al pie 53 y a través del nuevo estado de requisitos de liquidez, se puede desglosar el importe total de los depósitos entre los propios y los de clientes. De esta forma, desde entonces se excluyen estos últimos del cálculo del riesgo de liquidez, por lo que las cifras anteriores a esta fecha no son comparables con las posteriores.

3.1.4 Función económica 4: *facilitación a la creación de crédito*

En España pertenecen a esta categoría las sociedades de garantía recíproca, cuyos activos, algo inferiores a 1.700 millones de euros, apenas concentran el 0,3 % de los activos de las 5 funciones económicas. Estas sociedades tienen como objeto principal facilitar el acceso al crédito de las pymes y mejorar, en general, sus condiciones de financiación a través de la prestación de avales ante los bancos, las Administraciones públicas o los clientes y proveedores. Su tamaño relativo continúa sin alcanzar el mínimo requerido (0,5 %) para realizar una evaluación más profunda de sus riesgos financieros.

Aunque de momento no se incluyen formalmente dentro de la IFNB, es importante realizar un seguimiento de las plataformas de financiación participativa (PFP, conocidas como *crowdfunding*), figura que, *a priori*, encajaría en esta función económica, pues son vehículos que facilitan el contacto entre el inversor y la entidad que necesita financiación. La expansión de este subsector a lo largo de los últimos años en España ha sido considerable, con 25 proveedores de servicios de financiación participativa (PSFP) inscritos a finales de 2024 y una financiación captada a lo largo del año de 451,8 millones de euros, un 61,4 % más que en 2023. De este importe, alrededor del 60 % fue captado mediante instrumentos de deuda, mientras que el 40 % restante lo fue a través de instrumentos de capital.

3.1.5 Función económica 5: *intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras*

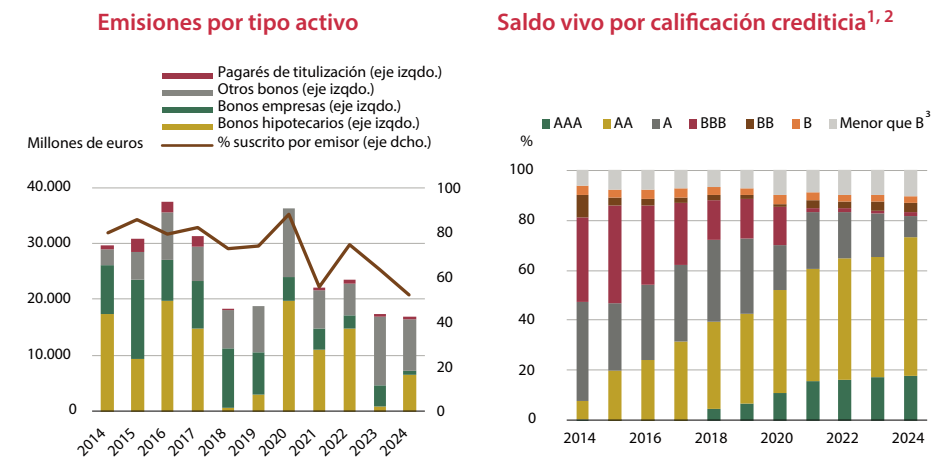
Esta categoría la conforman los vehículos de propósito especial (SFV, por sus siglas en inglés), cuyo objeto es la titulización de activos. Estos vehículos proveen recursos a las entidades emisoras de la titulización —en su mayoría, bancos—, haya o no transferencia real de activos o riesgos, por lo que pueden ser una parte crucial de las cadenas de intermediación crediticia. Así pues, deben tenerse

presentes a la hora de evaluar los riesgos asociados a la IFNB, sobre todo en el ámbito del riesgo de transformación de vencimientos⁵⁶.

En España, aunque la titulización es el segundo sector en importancia dentro de la IFNB, ha ido disminuyendo notablemente su relevancia. Como ya se ha mencionado, al cierre de 2024 los activos financieros de los SFV se situaban ligeramente por debajo de los 128.000 millones de euros, el 23,2 % de los activos agregados de las 5 funciones económicas, 4 p.p. menos que el año anterior. Al igual que en los establecimientos financieros de crédito, y en línea con lo comentado previamente, un porcentaje muy elevado de la titulización consolida en grupos bancarios⁵⁷, por lo que, una vez hecho este descuento, su peso relativo dentro de la IFNB se reduce hasta el 5,4 % (6,2 % en 2023).

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

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

1 No incluye el MARF.

2 Ratings agrupados según su equivalente a los de Standard and Poor's.

3 Incluye las emisiones sin rating.

Las emisiones de bonos y pagarés de titulización se situaron en 17.000 millones de euros en 2024, tras un descenso del 2,5 % en relación con el año previo (véase panel izquierdo del gráfico 23). El porcentaje de bonos de titulización suscrito por el propio emisor o cedente fue notablemente inferior al de 2023: 52,2 % frente al 63,0 % observado el ejercicio previo. Por tipología de activo, se observa que la emisión de bonos hipotecarios, que había sido muy baja en 2023 (poco más de

56 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, en principio, poco relevante. Además, en términos generales, la titulización ha sido más una herramienta de financiación que de transferencia de riesgos, al contrario que en otras economías, en las que fue una de las problemáticas más relevantes de la crisis financiera de 2008.

57 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, 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.

800 millones de euros), aumentó de forma sustancial en 2024, situándose por encima de los 6.500 millones de euros (38,7 % del total). Sin embargo, esta cifra sigue estando por debajo de las observadas en años precedentes. Por el contrario, los bonos respaldados por préstamos al consumo (incluidos en el epígrafe «Otros bonos»), que supusieron el 37,1 % del total, han aumentado su importancia de forma considerable los 2 últimos años (eran poco más del 3 % en 2022). Por otra parte, aunque las calificaciones crediticias de los vehículos de titulización se han ido estabilizando (véase gráfico 23), en 2024 se observó una mejora, pues los activos con una calificación AA se incrementaron en detrimento de la calificación BBB: los primeros pasaron de un 48,0 % a un 55,4 % del total, mientras que los segundos se redujeron de un 17,6 % a un 8,5 %.

La emisión de bonos de titulización simples, transparentes y normalizadas (STS, por sus siglas en inglés), que está incrementándose año tras año, superó los 8.100 millones de euros en 2024, casi la mitad de las emisiones totales (38,5 % el ejercicio anterior). Estos activos están regulados en el Reglamento (UE) n.º 2017/2402⁵⁸, que establece un marco general para la titulización y crea otro específico para la titulización STS⁵⁹. El saldo vivo de estos instrumentos también se incrementó, con un aumento de más de 5 p.p., hasta representar el 28,6 % del total.

En relación con la evaluación de los riesgos de estas entidades, el riesgo de transformación de vencimientos es, sin duda, el más importante, teniendo también cierta relevancia el riesgo de liquidez. Por el contrario, para los SFV, el cálculo de los riesgos de crédito y apalancamiento tiene poca relevancia, al menos en España⁶⁰. La proporción de activos ilíquidos calculada para estas entidades en 2024 se situó en el 92,5 %, cifra que se ha mantenido muy estable en los últimos años: casi todo el activo lo conforman los préstamos cedidos y, por tanto, hay muy pocos activos líquidos. A nivel individual, más del 83 % de los fondos de titulización, en términos patrimoniales, tenía activos líquidos por debajo del 10 %, mientras que tan solo el 1,4 % poseía un nivel de activos líquidos superior al 40 %.

El indicador de riesgo asociado a la transformación de vencimientos se situó en el 78,5 % en 2024, casi 8 p.p. por encima de la cifra de 2023 (véase panel izquierdo del gráfico 24), por lo que continúa en la región de riesgo moderado. Existen diferencias sustanciales entre los distintos vehículos: aunque la mayor parte de ellos, casi un 75 % en términos patrimoniales, mostraba valores inferiores al 100 % (riesgo bajo o moderado), existía un 1,7 % de vehículos con riesgo alto (véase panel derecho del gráfico 24). 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

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

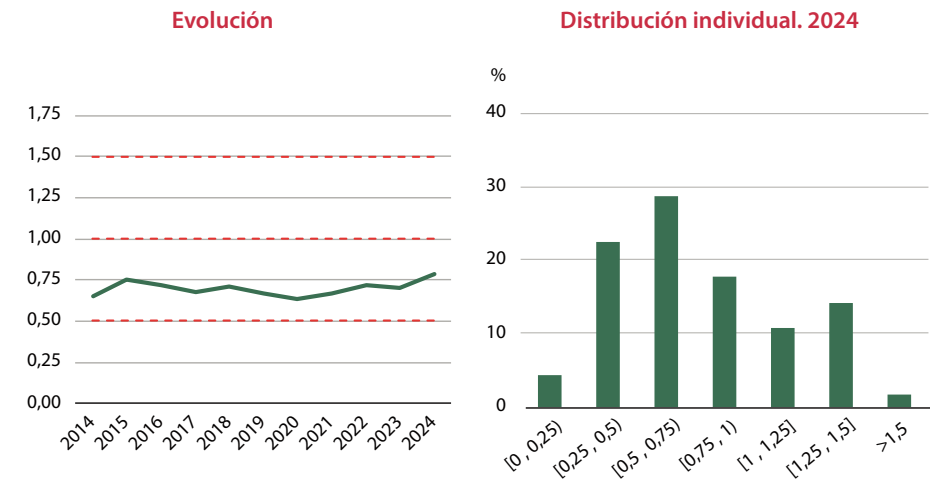
59 Para que una titulización sea considerada STS debe cumplir ciertos requisitos de simplicidad (la titularidad de las exposiciones crediticias debe transferirse mediante venta verdadera al vehículo que las tituliza), de transparencia (los inversores potenciales deben tener información sobre el comportamiento histórico de los impagos y las pérdidas) y de normalización (cumplimiento de requisitos de retención de riesgos, prohibición de contratar derivados salvo con fines de cobertura). El objetivo de crear este término es el de facilitar la comercialización entre los inversores frente a otras titulizaciones más complejas, así como el de posibilitar un tratamiento más favorable en términos de requisitos de capital y exigencia de retención para el originador.

60 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 nivel de 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.

su mayoría, hipotecarios—, al igual que los valores emitidos (pasivo): a finales de 2024, los activos y pasivos a corto plazo de los fondos de titulización españoles representaban el 36,0 % y el 22,3 % del balance, respectivamente. Estos porcentajes, no obstante, se han incrementado en los últimos años por el aumento de la titulización cuyo activo subyacente son préstamos al consumo o del automóvil.

Riesgo de transformación de vencimientos en los fondos de titulización. 2024

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

3.2 Uso de herramientas macroprudenciales

Las herramientas de gestión de la liquidez⁶¹ (LMT, por sus siglas en inglés) pretenden mitigar el riesgo derivado del desajuste de liquidez en un fondo de inversión, entendido como el desajuste temporal entre el periodo de tiempo en el que un inversor puede hacer líquidas sus participaciones y el periodo de tiempo necesario para la venta ordenada de los activos subyacentes del fondo. Estas herramientas presentan una heterogeneidad elevada tanto por su naturaleza (herramientas antidilutivas⁶², herramientas que proporcionan flexibilidad en la liquidación de los reembolsos y herramientas que imponen restricciones o límites a los reembolsos), como por sus posibilidades de activación⁶³ (gestora o supervisor). Además, su disponibilidad es dispar entre las jurisdicciones europeas, destacando el caso español por su elevado grado de disponibilidad de herramientas en términos

61 Las herramientas más importantes disponibles para las UCITS son: la suspensión de los reembolsos, los *side pockets*, los reembolsos parciales, los preavisos en reembolsos, los reembolsos en especie, las comisiones sobre reembolsos a favor del fondo, el *swing pricing* y los coeficientes mínimos de liquidez. En el ámbito de los fondos de inversión libre, se añaden a las anteriores las herramientas conocidas como *gates*.

62 Estas herramientas tienen como objetivo repercutir a los inversores que reembolsan el coste de transacción que soportará el fondo en la venta de los activos (a los que suscriben, el coste de compra).

63 La activación de estas herramientas se realiza en términos generales por parte de 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). La herramienta más reciente se aprobó en el contexto de la crisis del COVID-19, en marzo de 2020, y consiste 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.

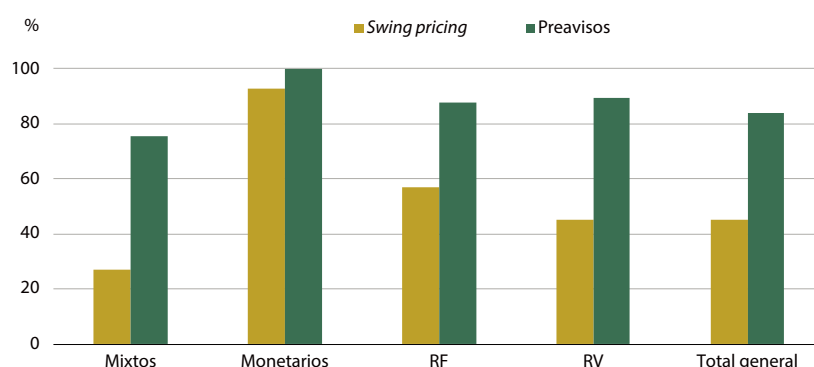
comparativos⁶⁴. En este sentido, existen trabajos en curso que pueden contribuir a homogeneizar las herramientas disponibles e impulsar su uso dentro de la Unión Europea.

En noviembre de 2024, IOSCO sometió a consulta una propuesta de revisión de sus recomendaciones de 2018 sobre gestión de la liquidez en las IIC, junto con unas nuevas directrices para su correcta implementación⁶⁵. IOSCO se proponía alinear sus recomendaciones con las del FSB, recientemente revisadas (en diciembre de 2023), en los siguientes aspectos: i) categorizar los fondos de inversión en función de la liquidez de sus activos, ii) fomentar el uso de herramientas de gestión de la liquidez y, dentro de estas, iii) enfatizar la importancia de las herramientas antidilutivas para mitigar el posible *first mover advantage*, incorporando el contenido de las recientes directrices de IOSCO sobre su aplicación.

Los últimos datos con los que cuenta la CNMV revelan que la disponibilidad de herramientas de gestión de la liquidez por parte de los gestores de fondos españoles continúa siendo elevada, con un ligero aumento de los fondos que tienen esta posibilidad establecida. En concreto, a finales de junio de 2025 el 83,7 % de los fondos de inversión (en términos de patrimonio) tenía establecido en el folleto la posibilidad de exigir preavisos de hasta 10 días hábiles cuando los reembolsos superasen los 300.000 euros, 1 p.p. más que 1 año antes. Asimismo, un 45,2 % de los fondos en términos de patrimonio tenía establecido, bien en el folleto, o bien mediante comunicación por hecho relevante, la posibilidad de usar un mecanismo de *swing pricing* u otras herramientas con efectos antidilutivos (frente al 43,4 % de hace 1 año). Como se observa en el gráfico 25, los fondos monetarios son los que recurren a este último mecanismo con mayor frecuencia, ya que el 92,7 % estaría en disposición de utilizarlo. Es importante mencionar que estas medidas se pueden usar de forma relativamente recurrente, pero en la actualidad no se dispone de información sobre la frecuencia de su aplicación, sino únicamente de la posibilidad de su uso siempre que se den unas circunstancias establecidas en el folleto o procedimiento interno de la gestora.

Disponibilidad de herramientas de gestión de liquidez en los FI

GRÁFICO 25



Fuente: CNMV.

Al margen de las medidas anteriores, las IIC españolas pueden hacer uso, en situaciones extraordinarias, de otras herramientas como las suscripciones y los

64 Para un mayor detalle, véase el recuadro 2 el monitor de la IFNB publicado en 2020.

65 IOSCO (2024). «[IOSCO Publishes Consultation Report on Updated Liquidity Risk Management Recommendations for Collective Investment Schemes](#)». El informe final se publicó en mayo de 2025.

reembolsos parciales. Este mecanismo se utiliza cuando algunos de los valores en los que invierte la IIC se ven afectados por suspensiones de cotización, o por eventos que los convierten temporalmente en ilíquidos, e impiden el cálculo de su valor razonable. Al activarse las suscripciones y reembolsos parciales, se determina el peso que tenían estas inversiones sobre el patrimonio de la IIC en el momento previo a la suspensión y, en función de esta proporción, quedará pendiente de asignación una parte de las participaciones (en las suscripciones) o pendiente de pago una cantidad en los reembolsos. Cuando las circunstancias extraordinarias que motivaron las suscripciones y reembolsos parciales se levanten, el fondo asignará las participaciones pendientes en las suscripciones y liquidará la cantidad pendiente en los reembolsos, según el nuevo valor de mercado de los activos afectados por el evento. Otra versión más sencilla de este mecanismo consiste en valorar temporalmente a cero los activos ilíquidos, en cuyo caso solo procederá compensar a los partícipes que hayan reembolsado en ese periodo. A finales de octubre de 2025, seis instituciones (tres FI y tres SICAV) mantenían en cartera valores afectados por algún evento que imposibilitaba su valoración (tres de ellos a consecuencia de la guerra de Ucrania y otros tres por suspensiones de la cotización de algún valor en cartera), con un importe máximo suspendido que representaba el 12 % de su patrimonio.

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 para evaluar la capacidad de estas instituciones para atender un aumento extraordinario de los reembolsos, pero también existen otras pruebas de resistencia como, por ejemplo, aquellas relacionadas con el cambio climático^{66, 67}. A los efectos del ejercicio que se presenta en este monitor, la resistencia de los fondos 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. A continuación, 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 la Autoridad Europea de Valores y Mercados (marco de trabajo de STRESI [ESMA (2019)⁶⁸]) y posteriormente ampliada por la CNMV (véase el trabajo de Ojea, 2020⁶⁹).

66 Véanse Crisóstomo, R. (2022). *Measuring transition risk in investment funds*. CNMV, Documento de Trabajo n.º 81. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT_81_Medicion_del_riesgo_fondos.pdf, y Mykhalyuk, D. (2025). *Dynamic modelling of climate-related shocks in the Spanish fund sector*. CNMV, Documento de Trabajo n.º 91. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT_91_Dynamic_modelling_EN_vfen.pdf, que constituye una extensión del anterior.

67 La relevancia de las interconexiones entre los diferentes participantes en los mercados está generando la necesidad de evaluar los riesgos de una forma más general. En este sentido, el desarrollo de test de estrés para el conjunto del sistema financiero (o *system wide stress tests*), de los que se han observado algunos ejemplos en el ámbito europeo, puede ser una herramienta muy útil.

68 ESMA (2019). *Stress simulation for investment funds*. ESMA Economic Report.

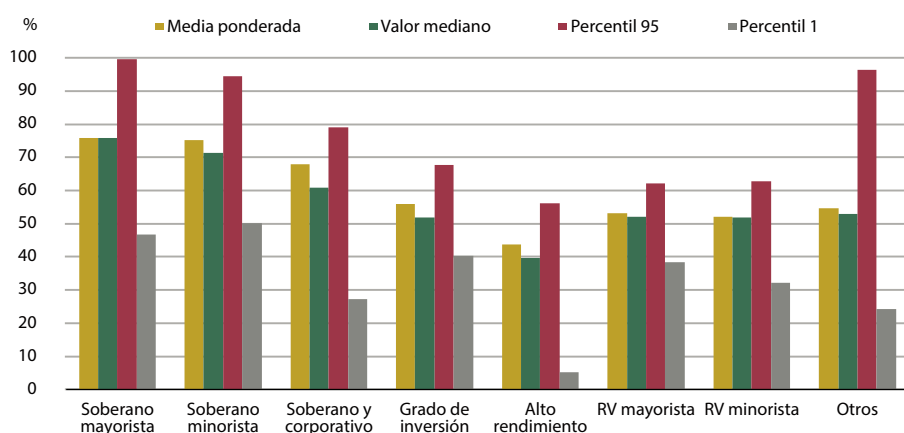
69 Ojea, J. (2020). «Cuantificación de la incertidumbre sobre los escenarios adversos de liquidez para los fondos de inversión». *Boletín de la CNMV*. Trimestre II, pp. 25-47. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_II_2020_ES.pdf

El ejercicio realizado para esta publicación, con datos de los fondos de inversión mobiliarios desde junio de 2009 hasta junio de 2025, incorpora una nueva revisión metodológica. Esta ha permitido ampliar el número de fondos analizados y la muestra temporal considerada. Este análisis proporciona varios resultados, de los que se extraen dos de especial relevancia: i) la cuantificación de la proporción de activos líquidos en la cartera de los fondos de inversión y ii) la identificación de los fondos que podrían experimentar dificultades para atender los reembolsos en diferentes escenarios adversos.

Conforme a la metodología HQLA⁷⁰, la media ponderada de activos líquidos de los fondos se situaba en junio entre el 44 % y el 76 % del patrimonio según la categoría. Como suele ser habitual, la categoría de bonos corporativos de alto rendimiento es la que presenta ratios de liquidez más bajas de media y también un porcentaje de fondos con una liquidez muy inferior a la de su categoría y a la del resto. De la misma manera, las categorías de bonos soberanos tienen proporciones de activos líquidos más elevadas.

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

GRÁFICO 26



Fuente: CNMV.

El número de fondos que podrían experimentar problemas en este ejercicio teórico es muy reducido: oscila entre uno en el segundo escenario más severo y dos en el más severo, todos ellos pertenecientes a la categoría de renta fija corporativa de alto rendimiento. En total se han estimado cinco escenarios de reembolsos teóricos de diferente severidad. Uno de ellos es el escenario propuesto por ESMA en su ejercicio de 2019 y el resto son escenarios propuestos por la CNMV. Como referencia, el más severo ($CoES(a=\beta=\sqrt{0,4}\%)^{71}$) es hasta 11 veces más severo que

70 El enfoque 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.

71 El $CoES$ se define formalmente como: $CoES_{i|j}(\alpha, \beta) = \int_0^u F_i^{-1}(v) dv$, donde $u = F_i^{-1}(CoVaR_{i|j}(\alpha, \beta))$ 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: $Pr(Flujo\ neto\ \%_i < CoVaR_{i|j}(\alpha, \beta) \mid Flujo\ neto\ \%_j < VaR_j(\alpha)) = \beta$, donde $VaR_j(\alpha)$ es el percentil α de los flujos netos j que determina la severidad de los reembolsos condicionales, mientras

en la peor semana del COVID-19⁷². Para identificar estos fondos con problemas se ha comparado la cantidad de activos líquidos estimada para cada fondo y el *shock* de reembolsos estimado.

Los resultados de este ejercicio continúan mostrando una alta resistencia en el mercado de fondos de inversión mobiliarios a los escenarios planteados. Como se observa en el cuadro 6, que representa el porcentaje de fondos (y de patrimonio) dentro de cada categoría que podrían experimentar dificultades a la hora de atender los reembolsos en diferentes escenarios, tan solo existe una categoría en la que los fondos podrían atravesar problemas en alguno de los escenarios contemplados: la de renta fija corporativa de alto rendimiento. Estos fondos representan el 2,9 % de los fondos considerados en esta categoría y el 1,5 % del patrimonio de la muestra de fondos, en el escenario más adverso. El resto de las categorías no presenta fondos con dificultades.

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 ha 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 ha producido el 22,36 % de mayores reembolsos.

72 La revisión metodológica que se ha hecho este año y que ha permitido aumentar el número de fondos y de periodos de la muestra ha dado lugar a una modificación en la distribución de los flujos netos tal que los *shocks* teóricos adversos estimados en la actualidad son algo menos severos que los de años anteriores.

Resultados de los test de estrés (flujos agregados)

CUADRO 6

%

Número de fondos con $RCR^1 < 1$ en cada estilo/Total de fondos en cada estilo (en %)

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

%

Patrimonio de los fondos con $RCR^1 < 1$ en cada estilo/Total de fondos en cada estilo (en %)

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

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 es el acrónimo de *expected shortfall*, que es una medida de riesgo que mide, en este caso, los reembolsos esperados cuando se consideran solo los mayores reembolsos que se pueden experimentar. Aquí se considera el 3 % de mayores reembolsos.
- 3 El número de fondos que podrían presentar problemas de liquidez son dos, ambos pertenecientes a la categoría de renta fija corporativa de alto rendimiento.

