

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

Índice

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

Índice de recuadros

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

1 Resumen ejecutivo

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

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

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

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

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

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

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

2 Entorno macrofinanciero

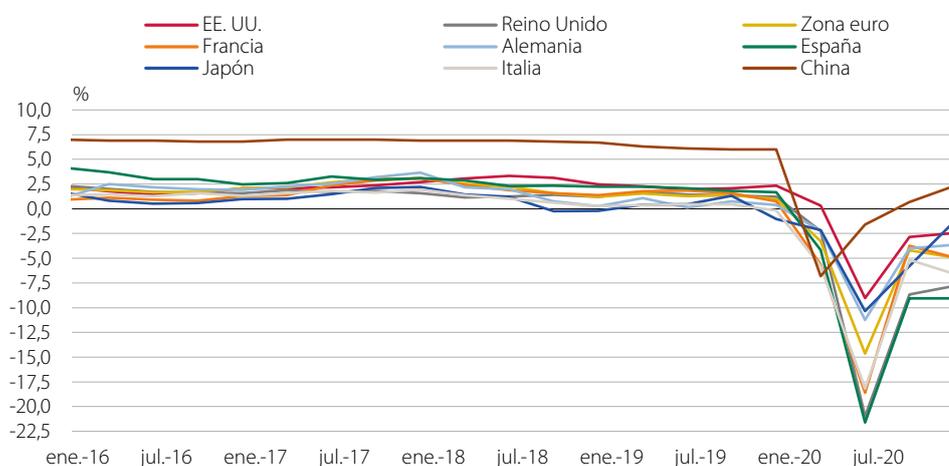
2.1 La evolución económica y financiera internacional

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

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

PIB, tasas de variación anual

GRÁFICO 1



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

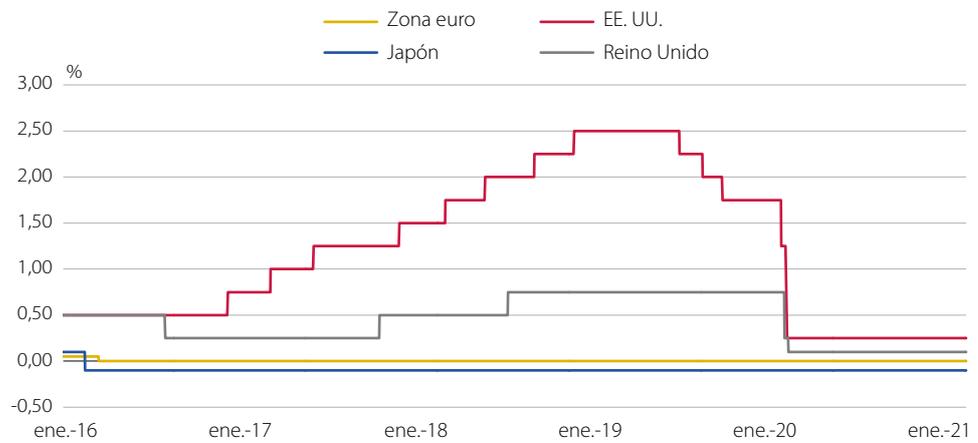
3 meses disminuyeron 4 p.b. en EE. UU., siguiendo la senda bajista que comenzaron en 2019, aunque con una caída más moderada que la del primer trimestre de 2020 (-46 p.b.). En la zona euro, los tipos apenas experimentaron variaciones relevantes durante el primer trimestre del año (aumentaron 1 p.b.),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

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

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

Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



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

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

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

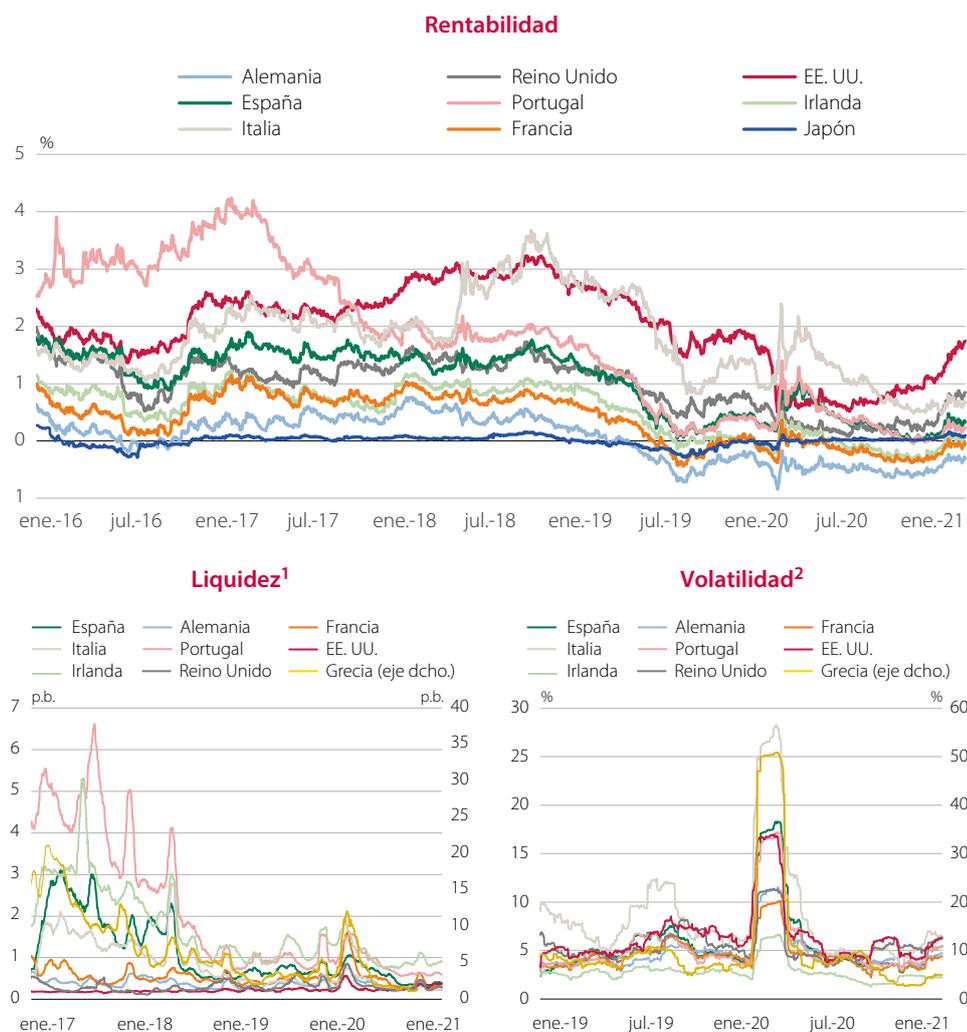
Las primas de riesgo de crédito soberano disminuyeron a lo largo del primer trimestre de 2021, sobre todo en los países periféricos de la zona euro.

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

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

Indicadores del mercado de bonos soberanos a 10 años

GRÁFICO 3

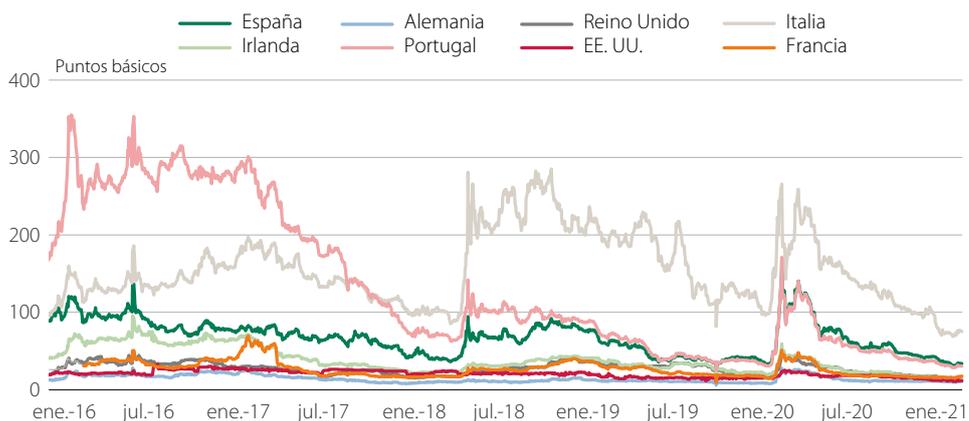


Fuente: Bloomberg, Refinitiv Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 31 de marzo.

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

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

GRÁFICO 4



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

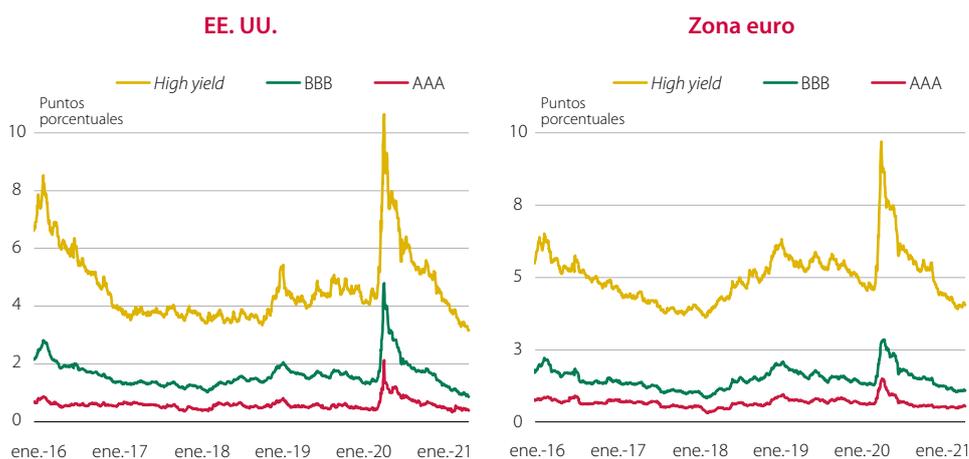
De la misma forma, las primas de riesgo de crédito disminuyeron en la mayoría de los segmentos de bonos, con algo más de intensidad en EE. UU. que en la zona euro, especialmente en los bonos de peor calidad crediticia (high yield).

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

Primas de riesgo de la deuda privada

GRÁFICO 5

Diferencial respecto a la deuda pública a 10 años¹



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

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

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

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

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

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

Emisiones brutas internacionales de renta fija

GRÁFICO 6



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

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

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

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

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

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

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

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

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

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 1

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

Fuente: Refinitiv Datastream.

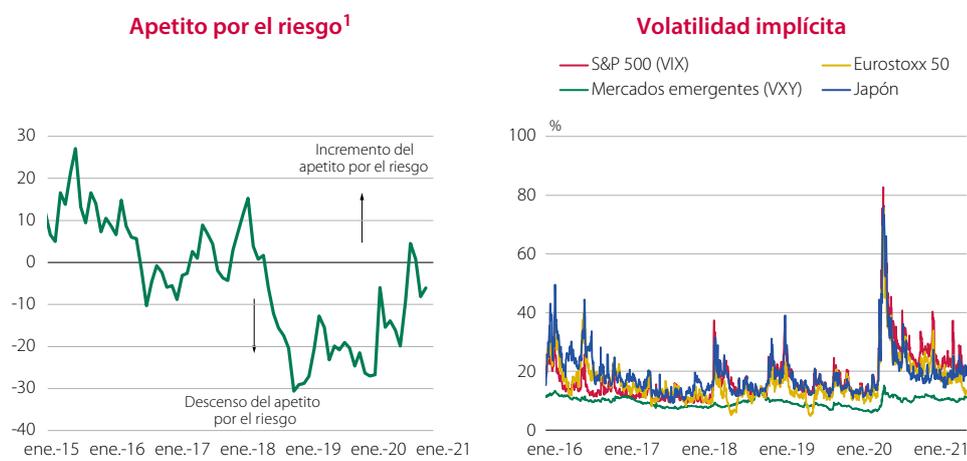
1 En moneda local. Datos hasta el 31 de marzo.

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

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

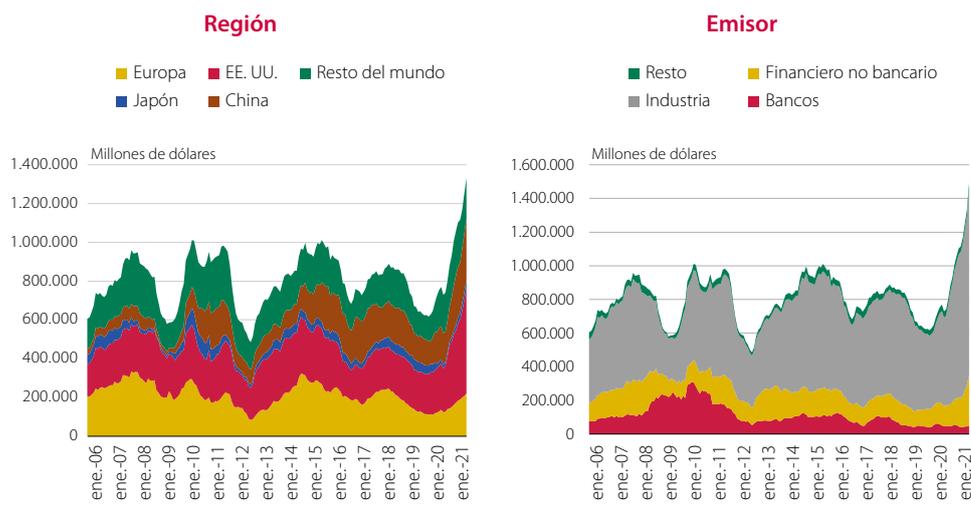
Indicadores relativos a los mercados financieros

GRÁFICO 7



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.



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

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

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

2.2 La evolución económica y financiera nacional

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

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

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

España: principales variables macroeconómicas

CUADRO 2

% var. anual

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

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

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

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

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

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

n.d.: [dato] no disponible.

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

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

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

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

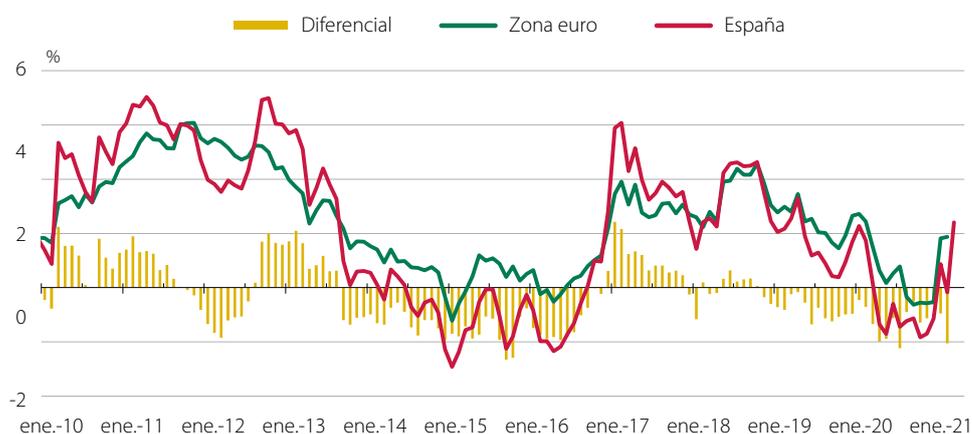
sector de las actividades artísticas y recreativas (-24,9 %) y del comercio, el transporte y la hostelería (-24,4 %), gravemente afectados por las restricciones a la movilidad impuestas. También mostraron comportamientos negativos los sectores de la construcción (-14,5 %), los servicios (-11,1 %) y la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

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

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

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

GRÁFICO 9



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

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

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

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

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

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

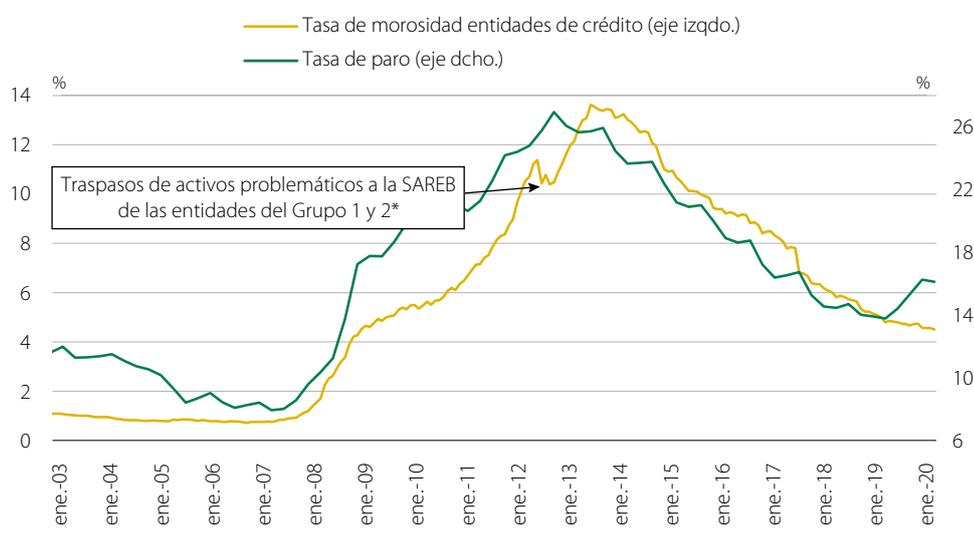
... así como un aumento del déficit de las AA. PP. hasta el 11 % del PIB a finales de 2020 (10,1 % si se descuenta la ayuda financiera) y de la deuda pública hasta el 120 %.

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

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

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

GRÁFICO 10



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

1 Sobre la población activa.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

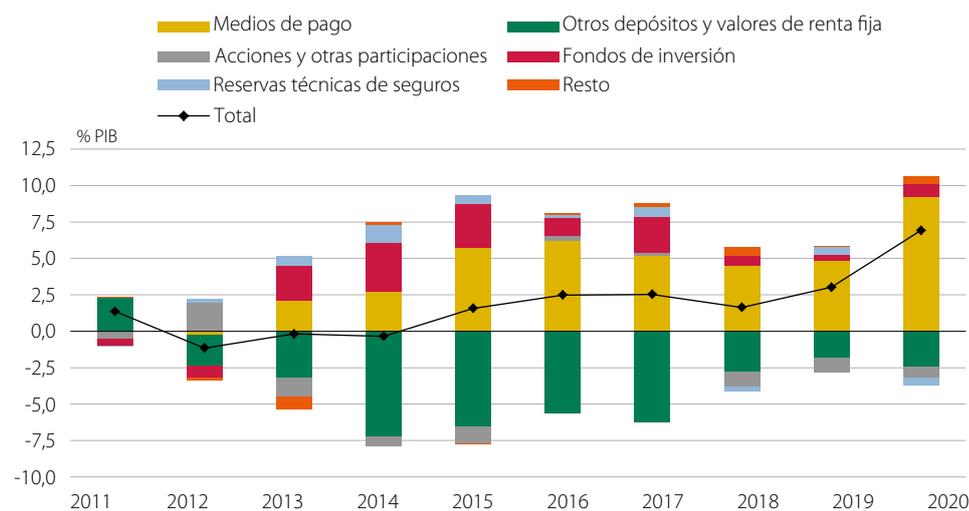
En cuanto a la composición de los flujos en fondos de inversión, cabe señalar que durante los meses más críticos de la pandemia (marzo y abril) se registraron reembolsos netos relativamente elevados, que se concentraron sobre todo en la categoría de renta fija y, en menor medida, en los fondos garantizados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

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

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

Hogares: adquisiciones netas de activos financieros

GRÁFICO 11



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

2.3 Perspectivas

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

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

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

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

10 Véase epígrafe 4.1 para un mayor detalle.

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

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

Producto interior bruto

CUADRO 3

% var. anual

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

Fuente: FMI.

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

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

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

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

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

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

3 La evolución de los mercados nacionales

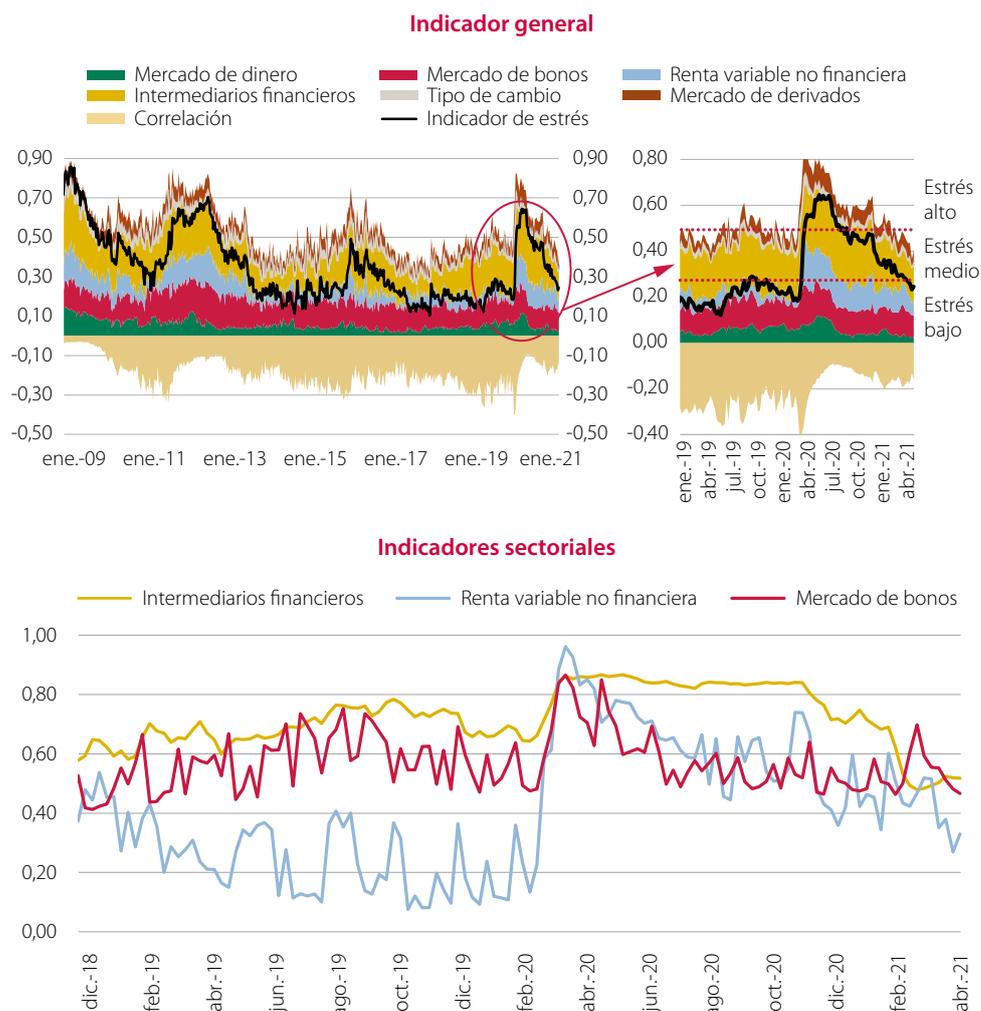
El indicador de estrés de los mercados financieros españoles¹¹ ha mostrado un descenso paulatino desde que registrara su tercer valor histórico más elevado debido a la crisis generada por el COVID-19 y su impacto en los diferentes segmentos del sistema financiero. Así, tras alcanzar un valor de 0,64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

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

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

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

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



Fuente: CNMV.

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

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

3.1 Los mercados bursátiles

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español

CUADRO 4

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

Fuente: BME y Refinitiv Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

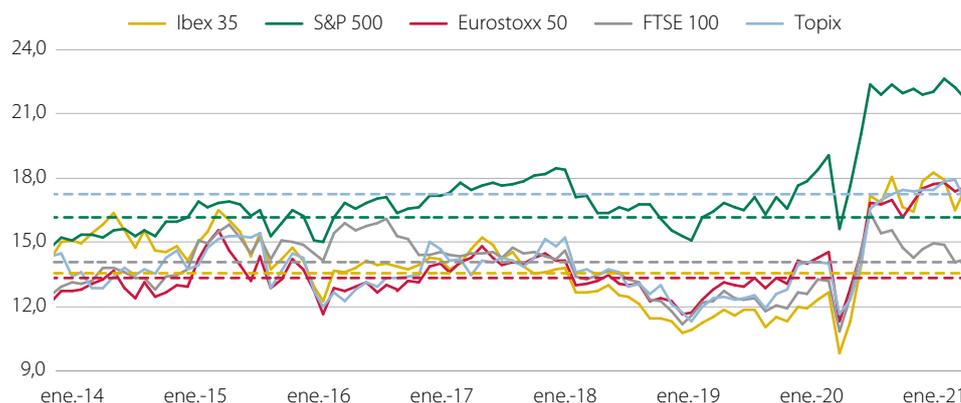
La volatilidad siguió moderándose, pero se mantiene todavía en valores ligeramente superiores a los existentes antes del estallido de la pandemia.

18 Véase cuadro 2.

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

Ratio precio-beneficios¹ (PER)

GRÁFICO 13

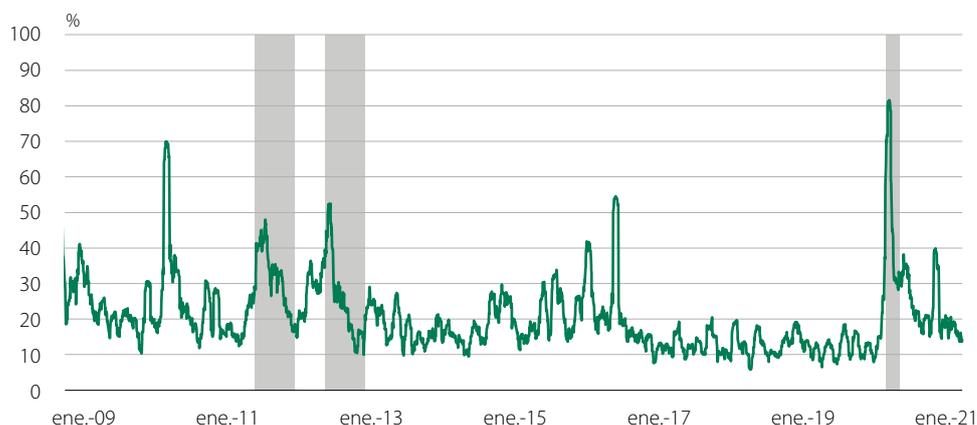


Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 15 de marzo. Las líneas discontinuas representan la media histórica del indicador desde 2000.

¹ Con beneficios previstos a 12 meses.

Volatilidad histórica del Ibex 35

GRÁFICO 14



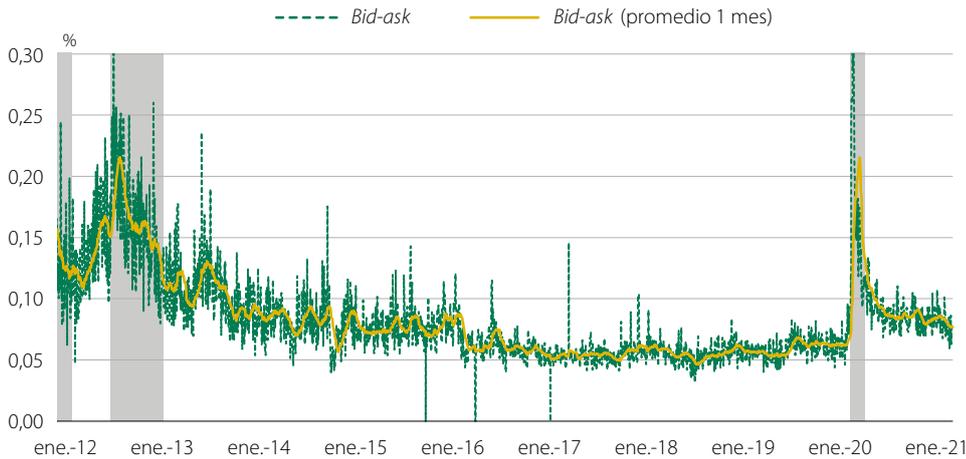
Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. El indicador se calcula como la desviación típica anualizada de las variaciones diarias de precios del Ibex 35 de 21 días. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de las restricciones a la operativa en corto con fecha 11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

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

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

Liquidez del Ibex 35. Spread bid-ask

GRÁFICO 15



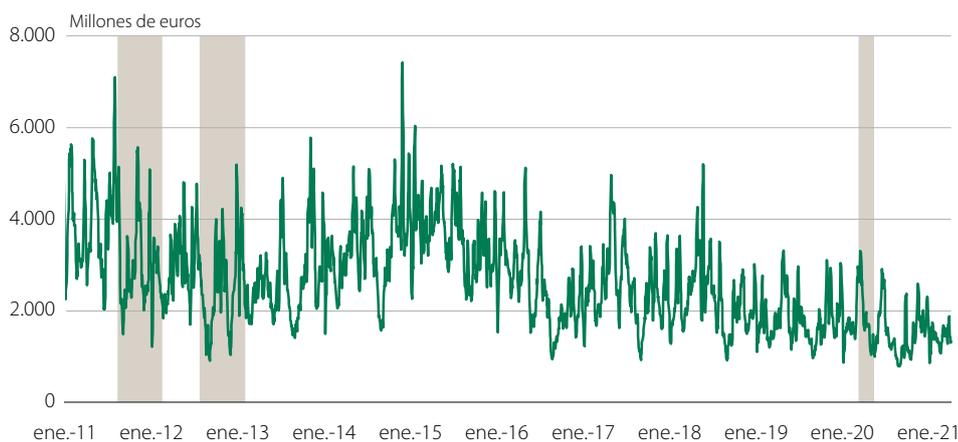
Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. Se presenta información sobre el *spread bid-ask* del Ibex 35 y el promedio del último mes. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de las restricciones a la operativa en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior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

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

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

Contratación diaria del mercado bursátil español

GRÁFICO 16



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas¹

CUADRO 5

Millones de euros

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

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

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

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

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

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 6

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

Fuente: BME y elaboración propia.

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

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

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

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

Real Decreto-ley 38/2020

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

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

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

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

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

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

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

Relocalización de centros de negociación a la Unión Europea

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

Aplicación de la obligación de negociación de acciones

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

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

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

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

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

Aplicación de la obligación de negociación de instrumentos derivados

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

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

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

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

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

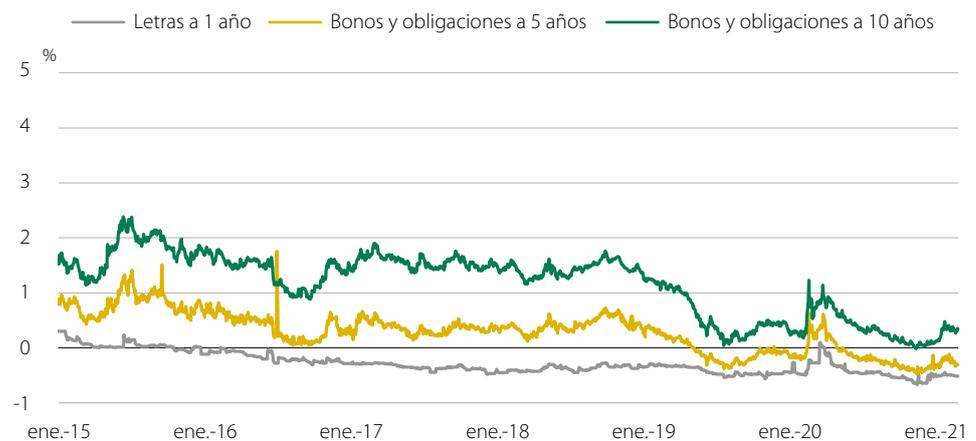
3.2 Los mercados de renta fija

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

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

Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 17



Fuente: Refinitiv Datastream.

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

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

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

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

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

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 7

%

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

Fuente: Refinitiv Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

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

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

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

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

Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo¹

CUADRO 8

%

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

Fuente: Refinitiv Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

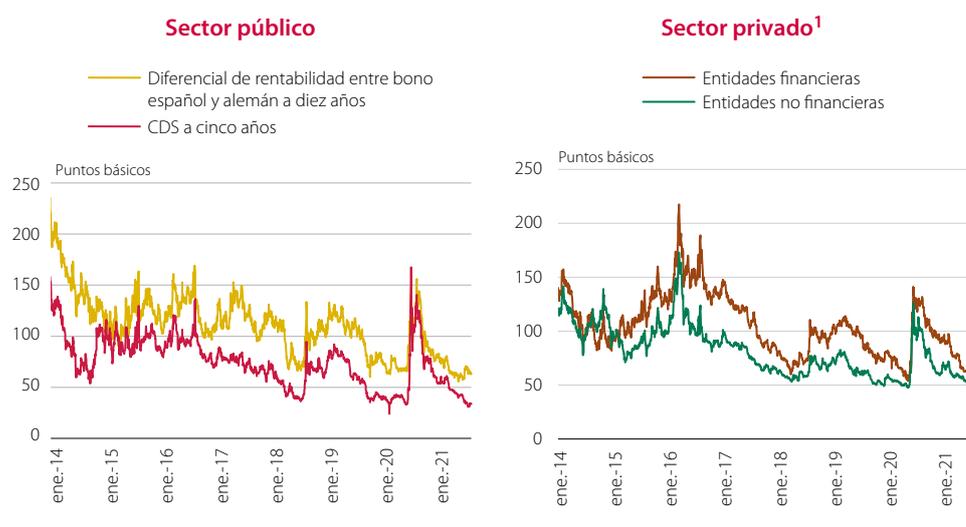
30 El BCE exige para realizar sus compras un *rating* mínimo de grado de inversión.

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

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

Prima de riesgo de emisores españoles

GRÁFICO 18



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia.

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

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

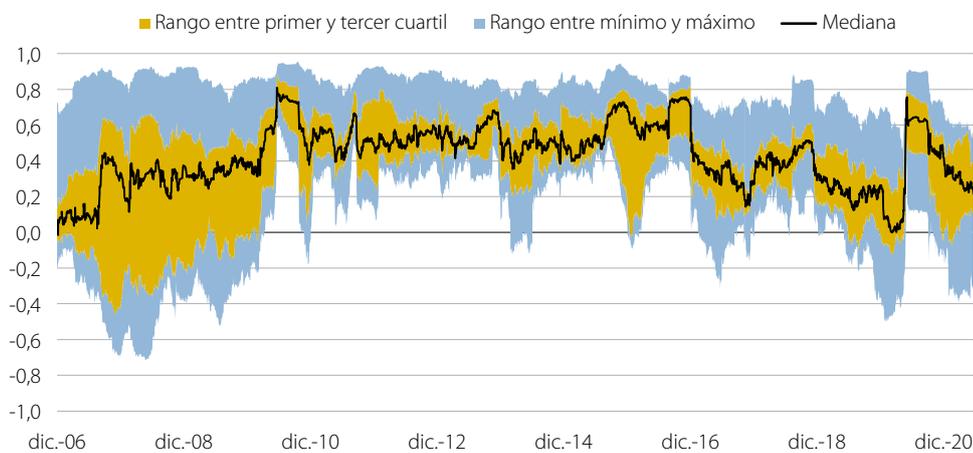
El grado de correlación entre los precios de las diferentes clases de activos financieros, que había alcanzado en el primer trimestre de 2020 su nivel más alto desde el año 2016, siguió la tendencia descendente de los trimestres anteriores, pese a lo cual se mantiene en valores superiores a los que presentaba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

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

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

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

GRÁFICO 19



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia.

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

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

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

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

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

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

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

Emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV

CUADRO 9

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

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Datos hasta el 31 de marzo.

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

3 Datos hasta el 28 de febrero.

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

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

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

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

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

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

RECUADRO 2

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

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

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

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

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

CUADRO R2.1

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero

Fondos de inversión

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

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

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

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

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

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

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

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

Suscripciones netas de los FI

CUADRO 10

Millones de euros

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

Fuente: CNMV.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Fuente: CNMV.

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

Sociedades de inversión de capital variable (SICAV)

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

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

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

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

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

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

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

IIC de inversión libre

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

IIC extranjeras comercializadas en España

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

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

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

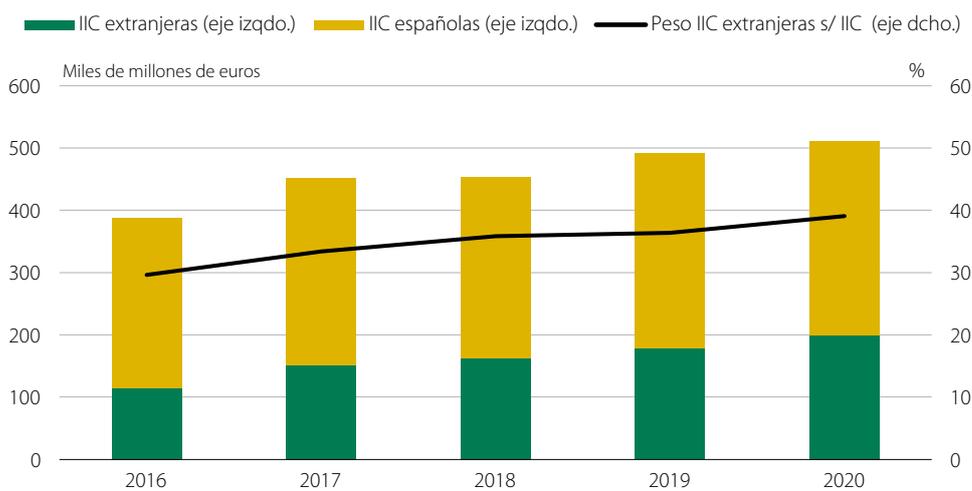
puede observar en el gráfico 20, este ritmo de crecimiento ha hecho que el peso de las IIC extranjeras en el total de IIC comercializadas en España haya ido aumentando de forma significativa en los últimos 5 años para situarse en el 39,0 % en 2020.

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

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

Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

Perspectivas

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

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

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

4.2 Prestación de servicios de inversión

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

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

Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2020

CUADRO 13

Millones de euros

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

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Incluye sociedades gestoras de cartera.

2 Incluye sucursales de entidades de crédito comunitarias.

Entidades de crédito

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

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

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

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

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

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

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

CUADRO 14

Millones de euros

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

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

1 Incluye sucursales de entidades de crédito comunitarias.

Sociedades y agencias de valores

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

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

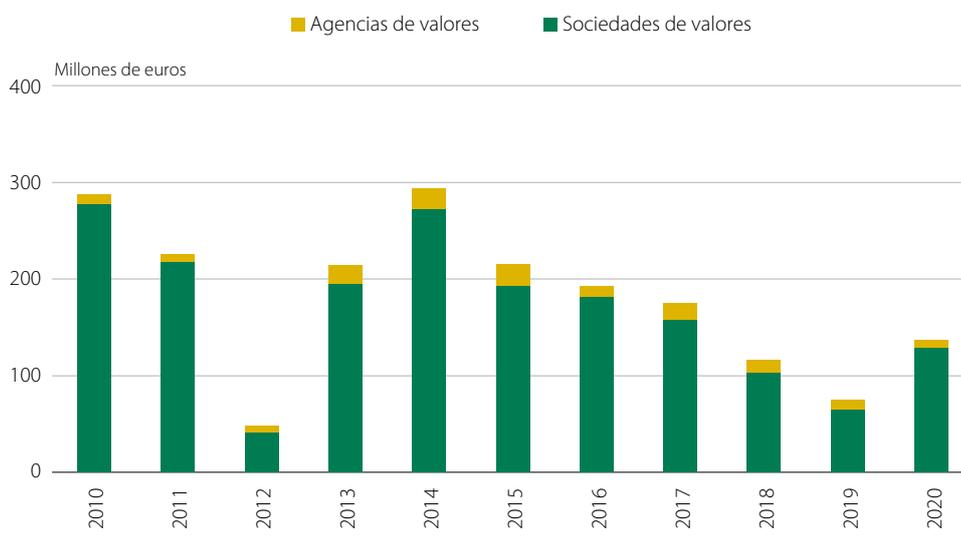
38 Las comisiones percibidas por las sociedades de valores en 2020 se situaron en 522 millones de euros (345 descontando las cifras de Credit Suisse), frente a 425 millones en 2019 (364 millones exceptuando a Credit Suisse).

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

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

Resultados agregados de las ESI antes de impuestos¹

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

¹ Excepto las EAFI y las SGC.

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

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

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

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

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

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

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

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

CUADRO 15

Miles de euros

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

Fuente: CNMV.

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

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

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

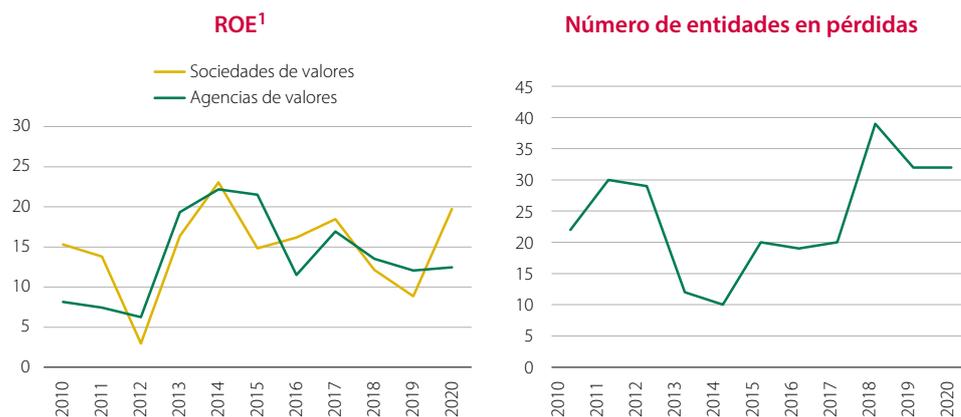
La rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del sector experimentó un avance notable durante el ejercicio, al pasar del 9,2 % al 18,7 %, que se explica, fundamentalmente por el aumento de la rentabilidad de las sociedades de valores (del 8,9 % en 2019 al 19,7 % en 2020). En cambio,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

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

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

... los gastos lo hicieron aún más.

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



Fuente: CNMV.

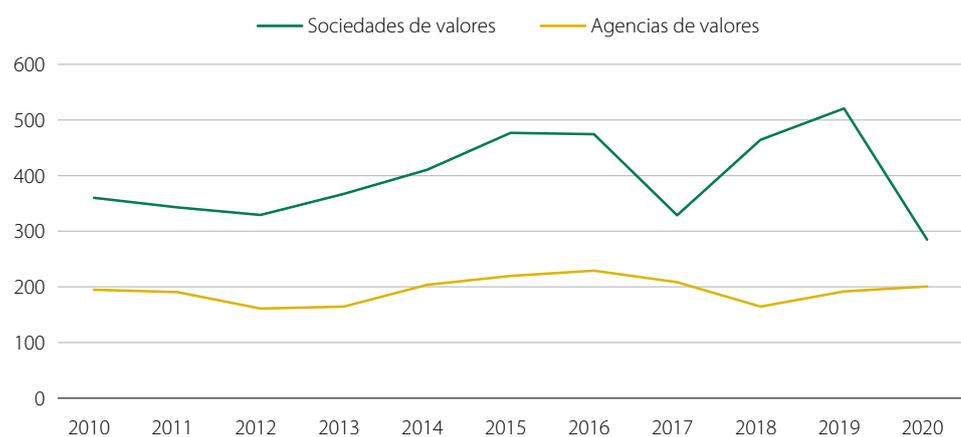
1 ROE calculado con resultados antes de impuestos.

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

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

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

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

Empresas de asesoramiento financiero

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

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

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

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

Principales magnitudes de las empresas de asesoramiento financiero

CUADRO 16

Miles de euros

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

Fuente: CNMV.

¹ Datos al final del periodo a valor de mercado.

Una visión complementaria de las entidades que prestan servicios de inversión

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

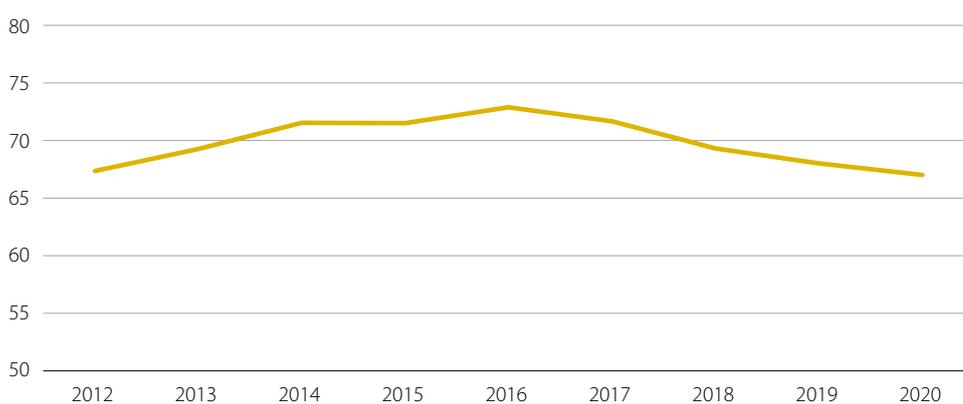
La información que se presenta habitualmente en relación con la actividad de prestación de servicios de inversión en España desde un punto de vista amplio (es decir, incluyendo la actividad de gestión de IIC, aunque no sea estrictamente un servicio de inversión desde el punto de vista legal) se obtiene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

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

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

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

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

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

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

Perspectivas

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

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

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

RECUADRO 3

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

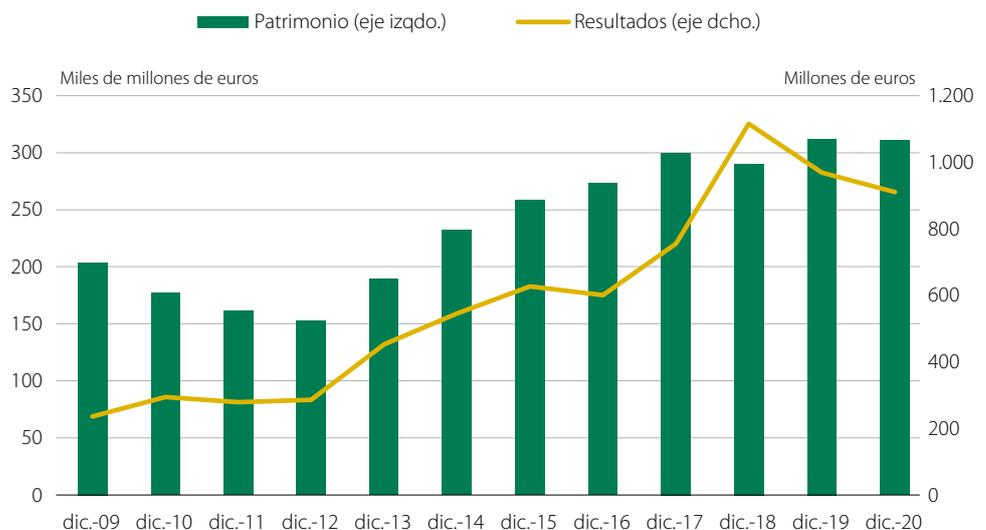
4.3 Sociedades gestoras de IIC

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

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

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

GRÁFICO 25



Fuente: CNMV.

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

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

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

CUADRO 17

Millones de euros

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

Fuente: CNMV.

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

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

Capital riesgo

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

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

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

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

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

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

Altas y bajas en el registro de ECR en 2020

CUADRO 18

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

Fuente: CNMV.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Plataformas de financiación participativa (PFP)

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

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

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

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

Número de PFP registradas

CUADRO 19

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

Fuente: CNMV.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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