

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

Índice

1	Resumen ejecutivo	15
2	Entorno macrofinanciero	19
2.1	La evolución económica y financiera internacional	19
2.2	La evolución económica y financiera nacional	31
2.3	Perspectivas	38
3	La evolución de los mercados nacionales	44
3.1	Los mercados bursátiles	46
3.2	Los mercados de renta fija	57
4	Los agentes de los mercados	65
4.1	Vehículos de inversión	65
4.2	Prestación de servicios de inversión	73
4.3	Sociedades gestoras de IIC	83
4.4	Otros intermediarios: capital riesgo y plataformas de financiación participativas (PFP)	84

Índice de recuadros

Recuadro 1:	La nueva reorientación de la política monetaria y fiscal por la crisis del coronavirus	29
Recuadro 2:	Actuaciones de la CNMV ante la crisis del COVID-19	40
Recuadro 3:	La CNMV introduce restricciones a la operativa en corto sobre valores cotizados en las bolsas españolas	55

1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico y financiero internacional y nacional del primer trimestre de este año ha venido marcado por el que es, sin duda, el *shock* más relevante que se ha producido en las últimas décadas a nivel mundial: la propagación del coronavirus desde Wuhan, en China, hacia el resto del mundo. La propagación de este virus fue inicialmente más intensa en Corea, Italia y España, pero después continuó su contagio con fuerza en el resto de los países europeos y del mundo. La falta de vacuna para afrontar este virus ha hecho que las medidas más inmediatas adoptadas por los Gobiernos de los países afectados estén dirigidas al aislamiento de la población, lo que se ha traducido en la práctica paralización de toda actividad económica no esencial. Esta crisis, que tiene una triple naturaleza (sanitaria, social y económica) presenta un elemento diferencial respecto a otras previas. En crisis sistémicas anteriores el desencadenante habitual solía ser la existencia de algún desequilibrio o mal funcionamiento de alguna parte del sistema financiero, su traslación con más o menos intensidad a otras partes de este y, con un cierto retraso, a la economía real. En la crisis actual el desencadenante ha sido un *shock* de carácter totalmente exógeno al sistema financiero, que ha dado lugar a una crisis sanitaria sin precedentes y a la hibernación temporal de la mayor parte de las economías. En este contexto, los mercados financieros no han hecho más que reflejar el aumento de la incertidumbre existente (con búsqueda de activos más seguros), así como las expectativas sobre la repercusión de esta *hibernación económica* en las compañías.
- La extensión del coronavirus a Europa, EE. UU. y gran parte del mundo ha obligado a los principales bancos centrales del mundo, con el Banco Central Europeo (BCE) y la Reserva Federal a la cabeza, así como a los Gobiernos de los Estados miembros de la Unión Europea (UE), EE. UU. y otras economías, además de a otros organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI), a aprobar paquetes de medidas de estímulos monetarios y fiscales para hacer frente a los efectos económicos y sociales provocados por la pandemia. Desde el punto de vista monetario estas medidas han incluido, entre otras, rebajas de los tipos de interés hasta mínimos históricos, voluminosos programas de compras de activos y rondas de financiación a los bancos para favorecer el crédito; destacan por su cuantía los programas de compras de activos del BCE y de la Reserva Federal, cuyo valor conjunto se acerca a los 2 billones de dólares, aunque el volumen final podría ser superior si fuese necesario. Por otro lado, las medidas de tipo fiscal han incluido incrementos del gasto público, anulación o aplazamiento de impuestos, préstamos e inyecciones de capital del sector público, así como programas de avales y garantías, que para el conjunto de las economías avanzadas y emergentes incluidas en el G20 se estiman en un importe total de 7 billones de dólares.

- A mediados de abril, el FMI dio a conocer una primera estimación de la repercusión económica de esta crisis en el supuesto de que la pandemia se disipe en el segundo semestre de 2020 y que las medidas de contención puedan replegarse gradualmente, de forma que la actividad económica se normalice con el apoyo brindado por las políticas económicas implementadas por las autoridades. Estos pronósticos, sujetos a un alto grado de incertidumbre, apuntan a un descenso del PIB mundial del 3 % este año, que se recuperaría en 2021 a un ritmo del 4,7 %. Las economías avanzadas mostrarían la recesión más intensa (-6,1 %), especialmente las europeas, y las emergentes presentarían un descenso de la actividad del 1 %, que no sería generalizado entre países, puesto que se esperan avances pequeños para China y la India. Este escenario ha hecho que otras incertidumbres hayan pasado a tener menor relevancia —por ejemplo, la guerra comercial o el *bretxit*—, pero al mismo tiempo implica nuevos riesgos, entre los que destaca, por ejemplo, el derivado de la necesidad para muchos países de poner en marcha las medidas adecuadas para afrontar la crisis tratando de asegurar, al mismo tiempo, la sostenibilidad de las finanzas públicas.

- En este contexto, los mercados financieros transitaron por varias semanas de turbulencias intensas originadas por el aumento de la incertidumbre y por la incorporación de nuevas expectativas¹. Los mercados de renta variable internacionales, que habían mostrado ciertos altibajos en los dos primeros meses del año, registraron fuertes pérdidas en marzo, conforme se conocían la propagación y los efectos del virus a escala mundial. Las caídas de precios fueron especialmente elevadas hacia mitad de ese mes, cuando varios de los índices registraban máximos históricos en sus caídas diarias, en un entorno de elevada volatilidad. Para la mayoría de las bolsas, los indicadores de volatilidad repuntaron hasta niveles muy elevados, por encima del 85 %, similares (o superiores en algunos casos) a los registrados en la crisis financiera global de 2008. En los últimos días de marzo, las cotizaciones frenaron las caídas y estabilizaron su tendencia, pero no evitaron que el balance trimestral fuera muy desfavorable: los descensos de precios fueron algo menores en Japón y EE. UU., donde oscilaron entre el 14,2 % y el 23,2 %, mientras que todos los índices europeos importantes cayeron más de un 25 %.

- En los mercados internacionales de deuda, los tipos de interés a corto plazo se redujeron en la mayoría de las economías debido a las decisiones adoptadas por las diferentes autoridades monetarias, aunque en la zona del euro finalizaron el trimestre con una ligera subida. Las rentabilidades de los activos de deuda soberana a largo plazo de las economías percibidas como más sólidas experimentaron descensos, al ser objeto de fuertes adquisiciones en los momentos de mayores turbulencias (búsqueda de calidad), mientras que en economías más frágiles se produjeron incrementos en las rentabilidades y, en consecuencia, en sus primas de riesgo. En el caso europeo, la tendencia alcista de estas primas se revirtió cuando el BCE anunció su programa de compras Pandemic Emergency Purchase Programme. En el segmento de deuda privada, las

¹ La fecha de cierre de este informe es el 31 de marzo, excepto para determinadas informaciones como, por ejemplo, las derivadas del informe *World Economic Outlook*, publicado por el FMI el 14 de abril.

turbulencias se tradujeron en un aumento sustancial de las primas de riesgo, sobre todo de los emisores de peor calidad crediticia (*high yield*), que se acercaron puntualmente a los 10 puntos porcentuales (p.p.).

- En el caso de la economía española, que venía de crecer a tasas del 2 % con una tendencia de suave ralentización, el escenario cambió radicalmente en pocos días, siendo España uno de los países más afectados por la propagación del virus. La información sobre la actividad económica que se presenta en este informe (con fecha de cierre el 31 de marzo) no recoge aún la severidad de la crisis para la economía española, siendo la información más reciente el aumento del número de parados en marzo (casi 300.000) o el descenso de los afiliados a la seguridad social.
- El FMI ha adelantado ya, sin embargo, unos primeros pronósticos para nuestra economía que dibujan un escenario muy desfavorable para este año. En particular prevé un descenso del PIB del 8 %, junto con un aumento de la deuda pública hasta el 113 % del PIB y de la tasa de paro hasta niveles superiores al 20 % de la población activa. Las cifras para 2021 incluyen un escenario de recuperación progresiva. El Banco de España también ha hecho públicos distintos escenarios de crecimiento del PIB en el periodo 2020-2021, según los cuales podría descender este año entre un 6,6 % y un 13,6 % dependiendo del número de semanas de confinamiento, de las características de la transición a la normalidad y del grado de efectividad que tengan las medidas de política económica que se apliquen para limitar la persistencia de los efectos sobre la actividad y el empleo. El déficit público podría situarse entre el 7 % y del 11 % del PIB y la deuda pública, entre el 110 % y el 122 % del PIB.
- Los riesgos que afronta la economía española una vez que se supere la crisis sanitaria del COVID-19 son similares a los de los países de su entorno. Destacan, entre ellos, el nuevo incremento previsto del desempleo hasta tasas muy elevadas (cuando aún no se habían recuperado las cifras previas a la crisis anterior) y el reto de conciliar la adopción de las medidas necesarias para combatir la crisis con la sostenibilidad de las cuentas públicas. Todo ello en un contexto de incertidumbre sobre posibles cambios en los hábitos de consumo de la población y la necesaria reactivación de la actividad exterior de las empresas exportadoras, en un entorno de inestabilidad de precios de algunas materias primas.
- Los mercados financieros españoles mostraron durante el primer trimestre tendencias parecidas a las de otros mercados de nuestro entorno como consecuencia de la crisis. El indicador que mide el nivel de estrés de los mercados financieros españoles registró el aumento más intenso desde el 28 de febrero en 4 semanas consecutivas, al pasar de 0,19 a final de febrero a 0,56 a finales de marzo. Desde finales de marzo el indicador se mantiene relativamente estable en 0,55-0,56, valores que se corresponden con un nivel de estrés alto (por encima de 0,49), habiendo registrado su tercer valor histórico más elevado, solo por debajo del nivel experimentado a finales de 2008 (0,88) o a mediados de 2012 (0,70). Las caídas abruptas de los precios de los activos, junto con el deterioro de su liquidez y el incremento de la volatilidad, han generado aumentos muy

importantes del nivel de estrés en la mayoría de los segmentos que conforman el indicador general.

- Los mercados de renta variable nacionales, que habían finalizado 2019 con un avance del 11,8 %, comenzaron el año con ligeros retrocesos por los temores a los efectos negativos del coronavirus en la economía y el crecimiento mundial. Estas caídas se intensificaron conforme avanzaba el trimestre, tras conocerse que el virus se estaba extendiendo con fuerza por Europa y gran parte del resto del mundo, siguiendo la tendencia de los principales mercados de valores internacionales. Así, el Ibex 35 retrocedió más de 22 p.p. en marzo, hasta acumular pérdidas del 28,9 % en el primer trimestre, lo que representa la mayor caída acumulada en 3 meses; todo ello en un contexto de incremento de los volúmenes de negociación y de volatilidad muy elevada, que llevó a la CNMV, al igual que a otros supervisores de valores europeos, a establecer a mediados de marzo una prohibición temporal de la constitución o el incremento de posiciones cortas netas.
- En los mercados españoles de renta fija las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo, que habían aumentado ligeramente en el último tramo de 2019, presentaron repuntes transitorios como consecuencia de las turbulencias, que se relajaron tras el anuncio del voluminoso programa de compras del BCE. Aun así, tanto los tipos de la deuda pública como de la privada mostraron ligeras alzas en el trimestre, que fueron más intensas para los activos con peor calificación crediticia. En este contexto, la curva de tipos pasó a presentar valores positivos a partir de la referencia a 3 años, situándose el rendimiento de la deuda pública a 10 años en el 0,68 % a finales de marzo (0,45 % al cierre de 2019). La prima de riesgo soberano aumentó 48 puntos básicos (p.b.) y finalizó el trimestre en 114 p.b., aunque llegó a máximos cercanos a 150 p.b.
- La industria de los fondos de inversión mostró un aumento significativo de su patrimonio en 2019 (del 7,8 %), hasta los 279.000 millones de euros (307.800 millones considerando el patrimonio de las sociedades de inversión de capital variable o SICAV) debido, sobre todo, al rendimiento positivo de sus activos, en un año de menores suscripciones netas por parte de los partícipes. También continuó en expansión el patrimonio de las instituciones de inversión colectiva (IIC) extranjeras comercializadas en España, que se situó cerca de los 179.000 millones a finales de año, lo que supone un 36,4 % del patrimonio total de las IIC comercializadas en este país. La expansión de esta industria, que continuaba en los primeros compases de este año, se vio interrumpida en marzo a raíz de la crisis, manifestándose en una pérdida notable de valor de las carteras y en un aumento de los reembolsos. Se estima que el patrimonio habría podido caer cerca de un 10 % en dicho mes. En este contexto, el sector ha funcionado con normalidad, sin que —a diferencia de lo ocurrido en algunos países europeos— haya sido necesaria la suspensión de reembolsos en ninguna institución.
- En relación con la prestación de servicios de inversión, las entidades de crédito continuaron siendo las principales proveedoras de estos servicios, concentrando la mayor parte de los ingresos por comisiones en los distintos segmentos (casi el 90 % del total). Los intermediarios financieros no bancarios (fundamentalmente sociedades y agencias de valores), que mantienen una cuota de cierta

importancia en algunos servicios financieros, experimentaron un nuevo descenso de los beneficios antes de impuestos en 2019, que se situaron en 75,5 millones de euros. A pesar de esta disminución en los resultados, el número de entidades en pérdidas fue menor, lo que sugiere que el comportamiento desfavorable registrado por este sector en 2019 se concentró en un número relativamente reducido de entidades. Las perspectivas para estas entidades, que durante los últimos años mostraban un cambio progresivo de su modelo de negocio —más diversificado entre los diferentes servicios que pueden prestar—, son complejas, pues a la competencia que ejercen las entidades de crédito en la provisión de estos servicios financieros se une un escenario de crisis que complica aún más el desarrollo del negocio.

- El presente informe contiene tres recuadros monográficos:
 - El primero describe las principales novedades en las políticas monetarias y fiscales adoptadas por las economías más relevantes a raíz de la crisis originada por el COVID-19.
 - El segundo enumera las iniciativas más destacadas que ha adoptado la CNMV a raíz de la crisis: desde medidas de tipo organizativo y procedimental hasta medidas específicas relacionadas con la supervisión de los mercados financieros y sus infraestructuras y con las IIC, además del trabajo relacionado con la colaboración y el intercambio de experiencias entre supervisores nacionales y en foros internacionales.
 - Finalmente, el tercer recuadro se refiere a las decisiones adoptadas por la CNMV de restringir la operativa en corto sobre acciones cotizadas en los mercados españoles, en línea con las decisiones de otras autoridades europeas.

2 Entorno macrofinanciero

El análisis sobre la evolución económica y financiera internacional se ha efectuado a fecha de cierre 31 de marzo. Los indicadores de actividad publicados contienen información económica anterior a la intensificación de la crisis del COVID-19 y describen, en consecuencia, la situación previa de la economía internacional y no la situación actual, que se describirá convenientemente en informes posteriores del Boletín de la CNMV. En cambio, la información relacionada con los mercados financieros sí recoge el impacto de esta crisis en los principales indicadores durante marzo. En el epígrafe de Perspectivas se tratarán de adelantar algunas de las tendencias más previsibles sobre la evolución futura de la actividad.

2.1 La evolución económica y financiera internacional

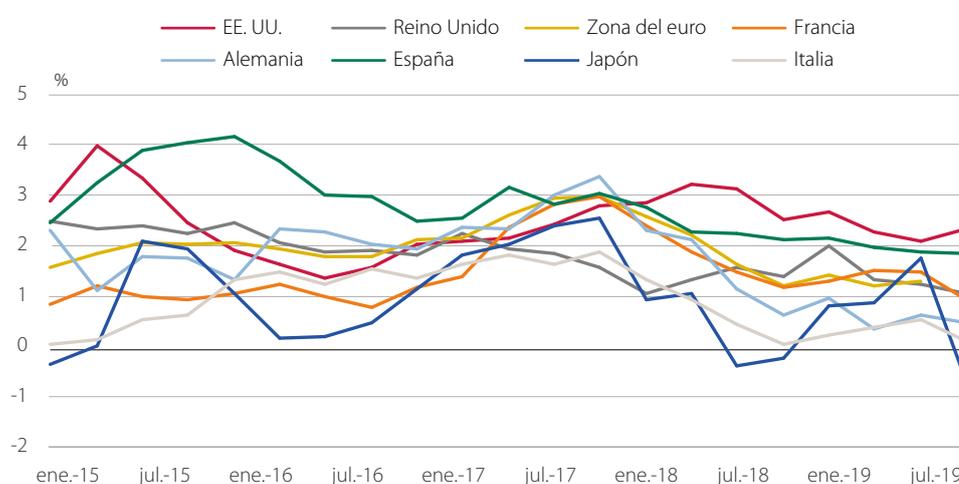
El ejercicio 2019 estuvo marcado por una desaceleración notable del crecimiento mundial en la mayoría de las economías, en un contexto de incertidumbres políticas y

El ejercicio 2019 estuvo marcado por una desaceleración notable del crecimiento en la mayoría de las economías. Así, la variación del PIB mundial se situó en el 2,9 % (frente al 3,6 % en 2018).

económicas. Así, el PIB mundial pasó de crecer un 3,6 %² en 2018 a un 2,9 % en 2019. Todas las regiones experimentaron un avance menor que en el ejercicio previo, exceptuando el Reino Unido, cuyo PIB pasó de aumentar un 1,3 % en 2018 a un 1,4 % en 2019. En EE. UU. también se produjo una cierta ralentización del ritmo de crecimiento (pasó del 2,9 % al 2,3 %), aunque el país ha encadenado más de 40 trimestres con tasas de variación interanual positivas. De la misma forma, en la zona del euro, la desaceleración del crecimiento fue considerable en las economías más grandes, lo que hizo que en el conjunto del área el PIB creciese un 1,2 % en 2019, 7 décimas menos que en 2018. Las incertidumbres en torno al *brexit* y las tensiones comerciales fueron las principales causantes de esta ralentización. Destacó sobre todo la moderación del crecimiento en Alemania (del 1,6 % al 0,6 %), provocada también por la debilidad de la demanda externa, y la de Holanda (del 2,6 % al 1,8 %). En Italia, Francia y España la desaceleración fue menor, de 4 décimas, hasta el 0,3 % y el 1,3 % y 2,0 % respectivamente.

PIB, tasas de variación anual

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

En marzo la Reserva Federal rebajó dos veces los tipos de interés, para situarlos finalmente en la horquilla del 0,00-0,25 %...

La grave crisis desencadenada en marzo a raíz del contagio del coronavirus de forma generalizada entre países y las dificultades para afrontarlo hizo que los bancos centrales más importantes adoptaran medidas urgentes en su ámbito de actuación. La Reserva Federal, que en enero mantuvo los tipos oficiales en la horquilla del 1,50-1,75 %, se reunió en 2 ocasiones en marzo e hizo rebajas de emergencia en esos tipos para hacer frente a los riesgos económicos que supone esta crisis sanitaria. La primera reducción fue de medio p.p. y la segunda, menos de 2 semanas después, fue de 1 p.p., lo que situó los tipos oficiales finalmente en la horquilla del 0,00-0,25 %, niveles en los que estuvo durante la crisis financiera (los mantuvo sin cambios desde finales de 2008 hasta 2015). En la segunda reunión de marzo, además de la nueva disminución de tipos, el banco central de EE. UU. aumentó la tenencia de valores del Tesoro y valores respaldados por hipotecas de agencia (emitidos por una de las tres agencias oficiales de titulización de hipotecas) en 500.000 y 200.000 millones de dólares, respectivamente, para apoyar el buen funcionamiento del mercado de crédito. Con todo, la FED remarcó estar preparada para utilizar todas las herramientas

2 Dato extraído del *World Economic Outlook*, publicado por el FMI el 9 de enero.

a su disposición con el fin de facilitar el flujo de crédito a los hogares y las empresas, tratando de alcanzar sus objetivos de máximo empleo y estabilidad de precios.

Por su parte, el BCE en su primera reunión de 2020 no hizo cambios ni en los tipos de interés oficiales ni en la facilidad marginal de crédito o la de depósito (actualmente en el 0 %, 0,25 % y -0,50 % respectivamente) e inició una revisión de su estrategia de política monetaria³. En la siguiente reunión adoptaron diferentes medidas expansivas para contrarrestar los efectos del brote y la propagación del coronavirus aunque no hizo movimientos en los tipos oficiales. Por un lado, para introducir liquidez en el sistema lanzó un programa adicional de compras netas de activos por valor de 120.000 millones de euros hasta final de año y, por otro, acordó aumentar las inyecciones de liquidez a la banca en condiciones más ventajosas, para favorecer el flujo de crédito. Finalmente, el 18 de marzo, en un contexto de elevadísima volatilidad en los mercados, caídas abruptas de las cotizaciones e incrementos de las primas de riesgo, tuvo lugar una reunión de emergencia en la que el BCE decidió ampliar el paquete de medidas mencionadas anteriormente. Así, anunció un nuevo programa de compras de activos (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) para aportar una liquidez adicional de 750.000 millones de euros que durará como mínimo hasta final de año y que se caracteriza por la flexibilidad respecto del tipo de activos a comprar y de los porcentajes asignables a cada país, incluida Grecia⁴. Por el momento, los tipos de interés oficiales se mantienen sin cambios, pero no se descartan futuras disposiciones para limitar los riesgos económicos que entraña la situación. En concreto, el Consejo de Gobierno del BCE indica estar preparado para aumentar el tamaño de sus programas de compra de activos, así como ajustar su composición tanto como sea necesario para asegurar la correcta transmisión de su política monetaria en la zona del euro.

... mientras que el BCE decidió mantener inalterado el tipo de interés oficial, pero amplió el alcance de los programas de compras de activos con importes históricos y flexibilidad en cuanto a los activos a adquirir.

En marzo, el Banco de Inglaterra rebajó los tipos de interés en dos ocasiones como medida de emergencia para reactivar la economía británica afectada por la caída de la libra y el parón de la actividad provocado por la crisis del coronavirus. La primera rebaja del tipo de interés oficial fue de medio punto, hasta el 0,25 % (desde julio de 2018 se situaba en el 0,75 %) y la segunda, apenas una semana después, lo situó en el 0,1 %. Otra de las medidas adoptadas por el Banco de Inglaterra fue la introducción de un nuevo esquema de financiación a plazos con incentivos adicionales para las pequeñas y medianas empresas (TFSE, por sus siglas en inglés), similar al que lanzó en 2016, consistente en facilitarles ayudas y líneas de crédito. Además, aunque inicialmente se mantuvo sin cambios el nivel del programa de compras de activos⁵ (435.000 millones de libras), en la segunda reunión de marzo la autoridad monetaria anunció su ampliación en 200.000 millones de libras, hasta un total de

El Banco de Inglaterra decidió bajar los tipos oficiales y aumentar el importe de sus programas de compras, además de introducir una línea de financiación para pequeñas y medianas empresas.

3 La estrategia existente, que fue adoptada en 1998 y parte de ella clarificada en 2003, se está revisando con el fin de incorporarle los cambios estructurales experimentados en la economía de la zona del euro durante estos años. Esta revisión comprenderá la formulación cuantitativa de estabilidad de precios, el conjunto de instrumentos de política monetaria, el análisis económico y monetario y las prácticas de comunicación, así como otros aspectos como la estabilidad financiera, el empleo y la sostenibilidad.

4 Para este nuevo programa de compras de activos el BCE retira la restricción habitual en este tipo de programas, por la cual no podría adquirir más de un tercio de la deuda de un mismo emisor. Con ello, la autoridad monetaria tendrá discrecionalidad en sus compras de activos y podrá centrarse en los países más afectados.

5 El programa de compras de activos con un importe de hasta 435.000 millones de libras se centraba tanto en la compra de deuda pública como privada, si bien con el aumento del programa, se especifica que la mayoría de las compras hasta llegar a los 645.000 millones de libras serán de deuda pública.

645.000 millones de libras. Con todo, la autoridad monetaria británica aclara que está dispuesta a tomar más medidas para proveer de liquidez al sistema y contener los efectos económicos originados por esta crisis.

Finalmente, el Banco de Japón no modificó el tipo de interés oficial, aunque introdujo medidas temporales para contrarrestar las turbulencias del mercado.

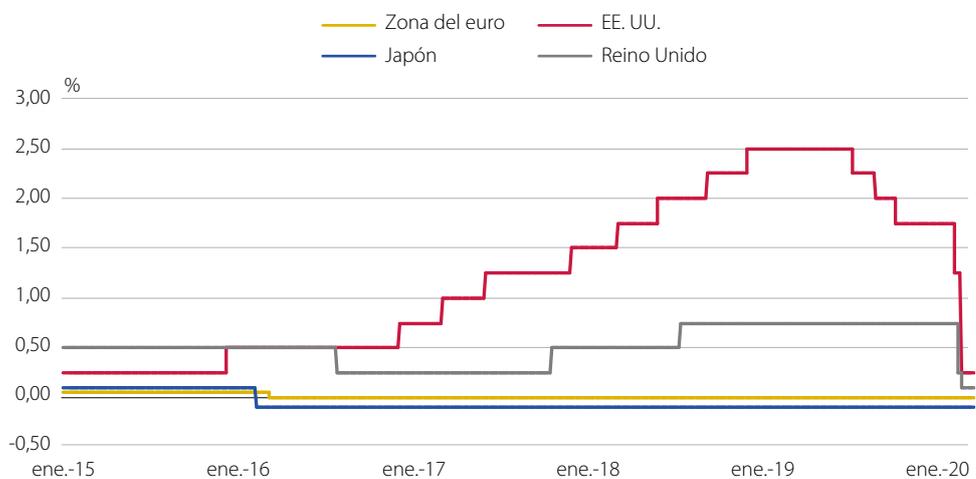
Finalmente, el Banco de Japón mantuvo inalterado el tipo de interés oficial, que permanece en el -0,10 % desde principios de 2016, aunque introdujo medidas temporales con respecto al alcance de sus programas de compras para hacer frente a las turbulencias en el mercado. Así, aumentó el alcance de estos y creó una línea de financiación para las empresas afectadas por el coronavirus. Esta línea consistirá en proporcionar préstamos a un tipo de interés del 0 % con un vencimiento de hasta 1 año y se llevará a cabo hasta finales de septiembre de 2020. Además, la autoridad monetaria japonesa intensificó las compras de bonos del Gobierno y, para facilitar la financiación corporativa, decidió doblar las compras de fondos cotizados en bolsa hasta los 12 billones de yenes anuales (más de 100.000 millones de euros) y elevar el ritmo de compras de los fondos japoneses de inversión inmobiliaria (J-REIT) hasta los 180.000 millones de yenes por año. Por último, el banco establece que tomará medidas adicionales en función del avance e impacto del COVID-19.

La evolución de los tipos de interés a corto plazo siguió una senda bajista en la mayoría de regiones, en línea con las rebajas de tipos adoptadas por varias autoridades monetarias.

La evolución de los tipos de interés a corto plazo durante el primer trimestre de 2020 siguió una senda bajista en la mayoría de regiones, reduciéndose las diferencias entre los tipos de interés a corto plazo de las principales economías avanzadas, como consecuencia de las medidas de política monetaria aplicadas en ellas. Así, los tipos a 3 meses en EE. UU., que habían descendido 90 p.b. en el pasado año, continuaron con la misma tendencia y registraron una caída de 46 p.b. en el primer trimestre de 2020, para situarse en el 1,45 % a finales de marzo. Pese a finalizar el trimestre con este nivel, los tipos de interés llegaron a estar al 0,74 % (los niveles más bajos desde mediados de 2016), lo que implicaría una caída de 117 p.b. De igual forma, en el Reino Unido se registraron caídas en los tipos a corto plazo, que se situaron al final del primer trimestre en el 0,60 % (20 p.b. menos que a principios de año). Sin embargo, en la zona del euro, los tipos de interés a corto plazo aumentaron ligeramente con respecto a principios de año (2 p.b.), para situarse en -0,36 % a finales de marzo. No obstante, hay que puntualizar que en las semanas previas al cierre del trimestre, se registraron caídas de hasta 11 p.b.

Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



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

Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo presentaron un comportamiento relativamente homogéneo en el primer trimestre de 2020, con ligeras disminuciones en la mayoría de los países avanzados, en consonancia con el deterioro de la actividad económica, exceptuando los países periféricos de la zona del euro, en los que se observaron leves aumentos. Así, el incremento de la rentabilidad del bono soberano a 10 años portugués fue de 39 p.b., hasta el 0,84 %; el del español, de 22 p.b., hasta el 0,68 %; el del griego, de 16 p.b., hasta el 1,65 %, y el del italiano, de 11 p.b., hasta el 1,53 %.

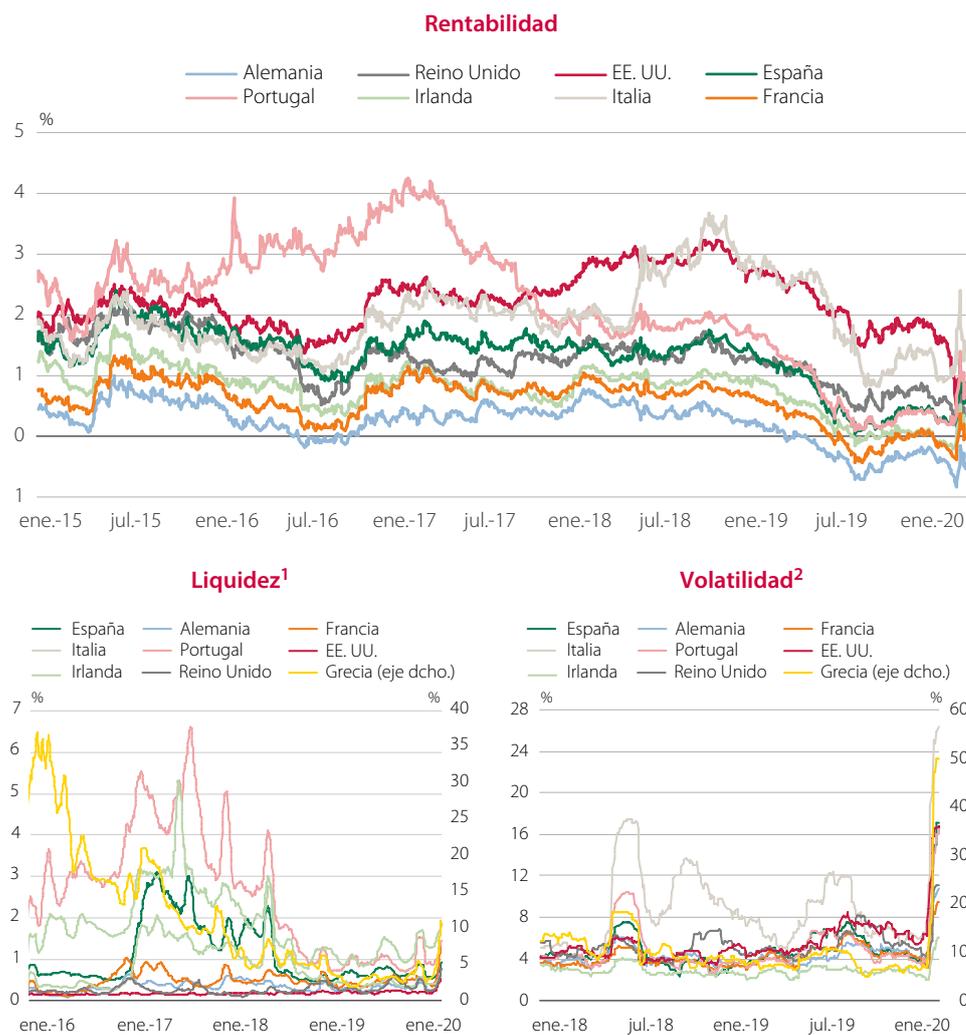
Las rentabilidades de los bonos soberanos disminuyeron con respecto al trimestre anterior en la mayoría de los países avanzados, exceptuando los países periféricos de la zona del euro.

En el resto de países de la zona del euro destacó el descenso del tipo de interés de la deuda pública alemana (27 p.b.), que sigue en terreno negativo (-0,46 %) por su consideración de activo refugio. La rentabilidad de la deuda pública a largo plazo también se situó en terreno negativo en Francia (-0,01 %), Finlandia (-0,02 %) y Holanda (-0,21 %); y muy cercana a cero en Bélgica, Austria e Irlanda (0,08 %, 0,02 % y 0,09 %, respectivamente). En EE. UU., por su parte, la disminución de la rentabilidad del bono soberano fue más significativa, de 121 p.b. con respecto a diciembre de 2019, hasta situarse en el 0,70 %.

Así, los descensos más acusados tuvieron lugar en EE. UU.

Las primas de riesgo de crédito soberano (evaluadas a través de los contratos CDS a 5 años) de las economías avanzadas aumentaron durante el primer trimestre de 2020, después de un año en el que, en términos generales, habían disminuido por la atenuación de algunas incertidumbres como la guerra comercial entre EE. UU. y China o el *brexit*. Los mayores incrementos se dieron principalmente en los países periféricos de la zona del euro a partir de marzo, cuando en un primer momento la expansión del brote de coronavirus afectó con mayor fuerza a estos países europeos. Algunas de estas economías alcanzaban a mediados de ese mes, con respecto a diciembre, incrementos de 291 p.b. (Grecia), 144 p.b. (Italia), 126 p.b. (España) o 133 p.b. (Portugal). Las primas de riesgo se redujeron de forma notable a partir del 18 de marzo, tras el anuncio de las medidas expansivas lanzadas por el BCE y comentadas anteriormente, aunque esto no evitó que en el conjunto del trimestre se registrara un incremento. Así, destacaron los aumentos en el trimestre en Grecia (86 p.b., hasta los 197 p.b.), Portugal (66 p.b., hasta los 104 p.b.), España (64 p.b., hasta los 105 p.b.) e Italia (55 p.b., hasta los 176 p.b.).

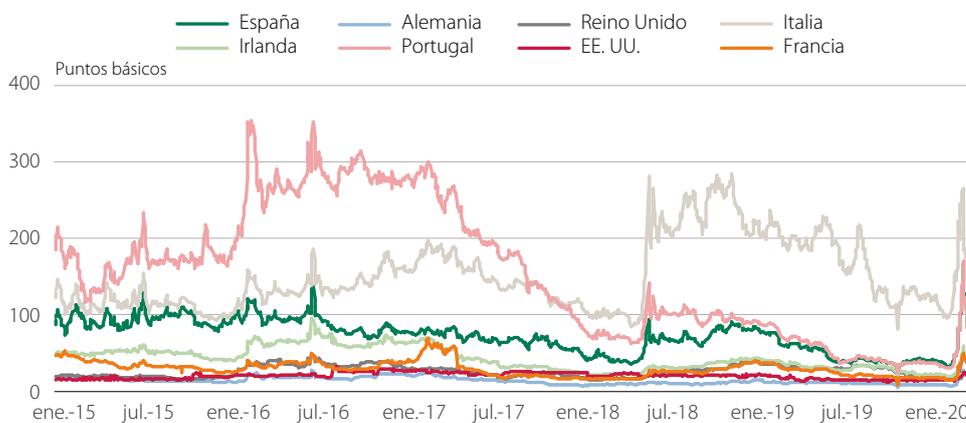
Las primas de riesgo de crédito soberano aumentaron a lo largo del primer trimestre de 2020 sobre todo en los países periféricos de la zona del euro.



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

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

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



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

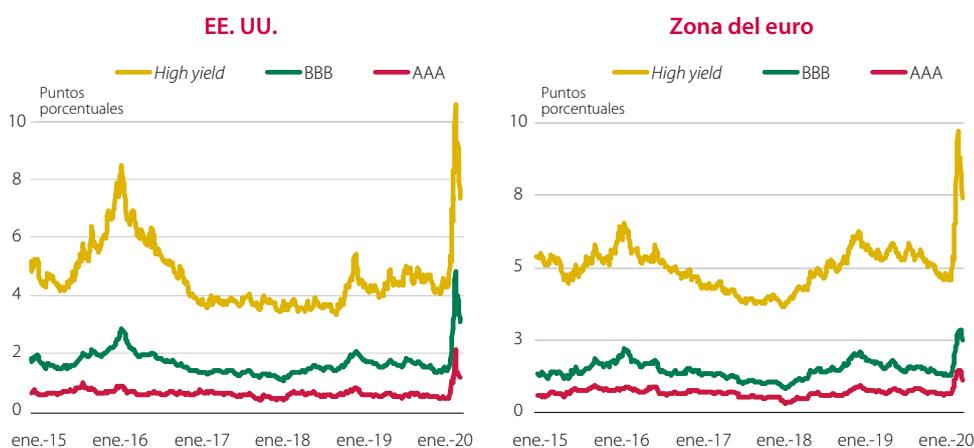
Las primas de riesgo de crédito en los mercados de renta fija privada de las economías avanzadas aumentaron en todos los segmentos de bonos con respecto a los valores observados a finales de 2019, año en el que habían disminuido. Estos incrementos tuvieron algo más de intensidad en EE. UU. que en la zona del euro, siendo en todo caso especialmente elevados en los activos de peor calidad crediticia durante marzo, aunque se produjo un leve descenso en los últimos días del mes (véase gráfico 5). En EE. UU., la prima de riesgo en el primer trimestre del año aumentó 447 p.b., hasta los 860 p.b., en el tramo *high yield*; 257 p.b. en el tramo BBB, hasta los 390 p.b., y 89 p.b. en el tramo AAA, hasta los 133 p.b. Por otra parte, en la zona del euro, el incremento de las primas de riesgo de crédito de la deuda corporativa fue de 389 p.b. en el segmento *high yield*, hasta los 863 p.b.; 148 p.b. en el BBB, hasta los 280 p.b.; y 81 p.b. en el tramo AAA, hasta los 143 p.b.

De la misma forma, las primas de riesgo de crédito aumentaron en todos los segmentos de bonos, con algo más de intensidad en EE. UU. que en la zona del euro, y concentrándose el repunte en los bonos de peor calidad (high yield).

Primas de riesgo de la deuda privada

GRÁFICO 5

Diferencial respecto a la deuda pública a 10 años¹



Fuente: Thomson 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 leve aumento con respecto al primer semestre de 2019, situándose en 6,5 billones de dólares (un 4,2 % más que en el mismo periodo del año anterior). Este incremento se debió al repunte de las emisiones del sector privado, sobre todo en el sector no financiero, en el que aumentaron un 19,3 %, mientras que en el sector financiero lo hicieron un 8 %. Distinto es el caso de las emisiones brutas en el sector público, donde disminuyeron ligeramente (aproximadamente un 1 %). Por regiones, destacan las emisiones de deuda en EE. UU., que aumentaron un 21,8 % con respecto al mismo periodo del año pasado, hasta los 3,2 billones de dólares (cerca de la mitad de las emisiones brutas totales).

Las emisiones brutas de deuda efectuadas en los mercados internacionales durante el primer trimestre del año registraron un leve aumento del 4,2 % en términos interanuales, debido al incremento de las emisiones efectuadas por las compañías brutas del sector privado.

Las emisiones brutas soberanas disminuyeron ligeramente hasta los 3,9 billones de dólares (1 % con respecto al primer semestre de 2019), observándose una evolución heterogénea entre las regiones observadas. Así, mientras que en EE. UU. las emisiones brutas soberanas aumentaron un 11,4 %, hasta un importe de 1,9 billones de dólares, en el resto de áreas económicas disminuyeron con respecto al primer semestre de 2019 (en Europa un 12 % y en Japón un 1,8 %). Sin embargo, si se incluye el conjunto de las emisiones netas soberanas, el importe total habría descendido un 18,6 % debido al notable aumento de los vencimientos de deuda, sobre todo en Europa.

Las emisiones brutas soberanas avanzaron ligeramente (1 %) debido al incremento registrado en EE. UU. Descontando los vencimientos, el importe neto de estas emisiones habría registrado un descenso.



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.

En cambio, las emisiones brutas del sector privado aumentaron, aunque con un incremento mayor que las del sector no financiero.

Los principales índices de renta variable, que en 2019 mostraron avances cuantiosos, registraron fuertes caídas en los tres primeros meses de 2020, en un entorno de elevadísima volatilidad.

En relación con las emisiones de deuda efectuada por los sectores privados, la tendencia general fue homogénea entre subsectores, aunque con un incremento mayor en aquellas realizadas por el sector no financiero. En este último, las emisiones brutas totales pasaron de 1,1 billones de dólares en el primer semestre de 2019 hasta 1,3 millones en 2020 (un 19,3 % más); una expansión que se originó en mayor medida en EE. UU. (49,5 %), si bien también se produjo un incremento en Europa (4,5 %). En cambio, el avance de las emisiones de deuda en el ámbito financiero estuvo determinado por las emisiones de EE. UU. y Japón, acumulando un aumento total del 8 % hasta situarse en 1,3 billones de dólares.

Los principales índices de renta variable, que en 2019 mostraron importantes avances, registraron fuertes caídas en los tres primeros meses de 2020 debido al parón de la actividad ligado a las medidas de aislamiento adoptadas por la mayoría de Gobiernos y a la expectativa de crisis económica provocada por el brote de COVID-19, que podría ser la más importante desde la segunda guerra mundial. Los mercados de renta variable experimentaron retrocesos abruptos de sus cotizaciones y aumentos sustanciales de la volatilidad, que, en algunos de los índices, llegaron a superar los niveles máximos observados en 2008. En determinados índices como el español se registró la mayor caída diaria de la historia (del 14,1 % el 12 de marzo).

Los índices bursátiles estadounidenses presentaron caídas significativas en el primer trimestre del año, destacando la del Dow Jones, de un 23,2 %, y la del S&P 500, que fue del 20 %, mientras que la del tecnológico Nasdaq fue inferior a las anteriores, de un 14,2 %. De igual manera, las bolsas europeas registraron disminuciones intensas que oscilaron entre el 25 % del Dax 30 y el 28,9 % del Ibex 35. En la mayoría de los casos los desplomes en bolsa de los índices europeos fueron superiores a los avances registrados en 2019 por estas (véase cuadro 1). El índice británico FTSE 100 también retrocedió con fuerza, un 24,8 %, así como los índices japoneses: 20 % en el caso del Nikkei y 18,5 % del Topix.

Por regiones, tanto los índices bursátiles estadounidenses como los europeos retrocedieron de forma significativa.

Los mercados bursátiles emergentes también se vieron afectados por la pandemia de coronavirus y mostraron caídas significativas de las cotizaciones en el primer trimestre de 2020, lo que dio lugar a un descenso del índice MSCI de renta variable del 21,4 %. Así, todos los índices registraron grandes caídas con respecto al trimestre anterior y, en la mayoría de casos, estas fueron superiores al 20 %. Destaca el caso de China, donde el índice Shanghai Composite, que cayó un 8 % en su apertura tras el año nuevo chino, finalmente cedió un 9,8 % en el primer trimestre, la menor caída entre los índices emergentes y, en particular, entre los asiáticos. El hecho de que esta economía haya atravesado las fases de aislamiento y de reanudación de las actividades habituales con anticipación respecto al resto de las economías puede explicar, en parte, esta evolución. Los índices asiáticos retrocedieron entre un 15 % (en Malasia) y un 31,9 % (en Filipinas). Entre las economías de Europa del Este, destacó el desplome del índice ruso (RTS), superior al 34,5 %, motivado por las bajadas del precio del petróleo tras el desacuerdo en las negociaciones entre Rusia y Arabia Saudí. Por su parte, entre los índices latinoamericanos destacaron los retrocesos del argentino Merval y del brasileño Bovespa, que cayeron un 41,5 % y un 36,9 % respectivamente, mientras que las bolsas peruanas y mexicanas lo hicieron a un ritmo menor (29,5 % y 25,2 %, respectivamente).

Los mercados bursátiles emergentes también tuvieron un comportamiento muy desfavorable en el trimestre, al verse afectados por la pandemia y por otras incertidumbres.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 1

%	2016	2017	2018	2019	II 19	III 19	IV 19	I 20
Mundo								
MSCI World	5,3	20,1	-10,4	25,2	3,3	0,1	8,2	-21,4
Zona euro								
Eurostoxx 50	0,7	6,5	-14,3	24,8	3,6	2,8	4,9	-25,6
Euronext 100	3,0	10,6	-11,2	24,9	2,8	2,6	4,1	-25,0
Dax 30	6,9	12,5	-18,3	25,5	7,6	0,2	6,6	-25,0
Cac 40	4,9	9,3	-11,0	26,4	3,5	2,5	5,3	-26,5
Mib 30	-10,2	13,6	-16,1	28,3	-0,2	4,1	6,3	-27,5
Ibex 35	-2,0	7,4	-15,0	11,8	-0,4	0,5	3,3	-28,9
Reino Unido								
FTSE 100	14,4	7,6	-12,5	12,1	2,0	-0,2	1,8	-24,8
Estados Unidos								
Dow Jones	13,4	25,1	-5,6	22,3	2,6	1,2	6,0	-23,2
S&P 500	9,5	19,4	-6,2	28,9	3,8	1,2	8,5	-20,0
Nasdaq-Composite	7,5	28,2	-3,9	35,2	3,6	-0,1	12,2	-14,2
Japón								
Nikkei 225	0,4	19,1	-12,1	18,2	0,3	2,3	8,7	-20,0
Topix	-1,9	19,7	-17,8	15,2	-2,5	2,4	8,4	-18,5

Fuente: Thomson Datastream.

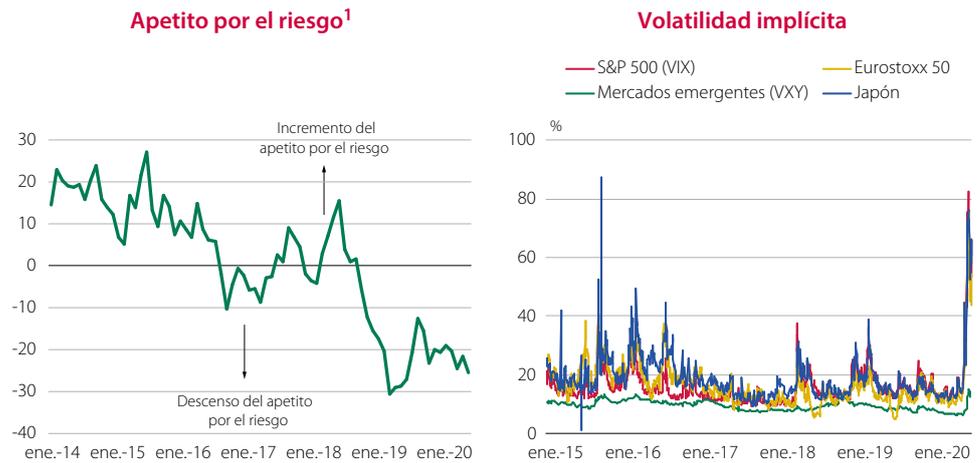
1 En moneda local. Datos hasta el 31 de marzo.

Las medidas de volatilidad implícita globales aumentaron durante el primer trimestre del año y alcanzaron picos puntuales muy elevados.

Las medidas de volatilidad implícita de los índices bursátiles más relevantes, que en 2019 se mantuvieron en promedio entre el 12 % y el 16 %, aumentaron durante el primer trimestre del año hasta situarse en niveles mucho más altos (entre el 24 % y el 29 % de media) y mostraron rebotes puntuales muy altos. Así, coincidiendo con el periodo de mayores retrocesos de los distintos índices, los niveles de volatilidad implícita alcanzaron máximos puntuales de hasta el 90 % en el caso del Mib 30, 88 % para el Dow Jones y en torno al 78 % para el resto de índices más relevantes. Los máximos registrados por los indicadores de volatilidad implícita son similares a los observados en la crisis de 2008 en términos generales.

Indicadores relativos a los mercados financieros

GRÁFICO 7

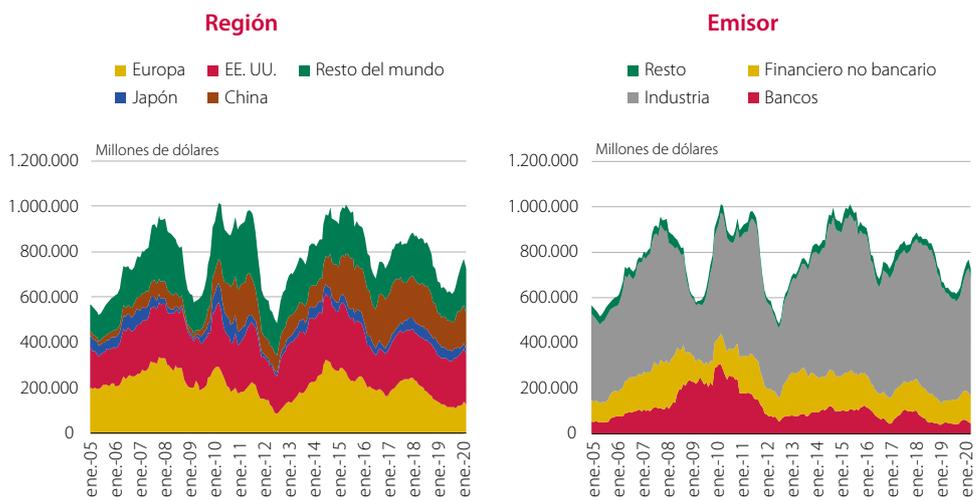


Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

Emisiones internacionales de renta variable

GRÁFICO 8



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

El volumen de emisiones de renta variable aumentó un 1,9 % en el primer trimestre de 2020, con incrementos destacados en las empresas de utilities.

El volumen de emisiones de instrumentos de renta variable aumentó ligeramente durante el primer trimestre de 2020 y se situó cerca de los 140.000 millones de dólares (un 1,9 % más que en el mismo periodo en 2019). Este avance fue originado por la expansión de las emisiones de renta variable en Europa (7 %), ya que el resto de

las regiones experimentó retrocesos de diversa cuantía. El más destacable se observó en Japón, donde las emisiones retrocedieron un 24,3 %. En China y en EE. UU. los descensos fueron menos pronunciados, un 5,1 % y un 6,4 %, respectivamente. Por sectores, crecieron sustancialmente las emisiones en las empresas de *utilities* y en menor medida en las industriales (un 172,6 % y un 22,1 %, respectivamente, con respecto al primer trimestre de 2019). En el resto de sectores se observaron retrocesos, que fueron más importantes en el sector bancario, con una caída del 86,7 %.

La nueva reorientación de la política monetaria y fiscal por la crisis del coronavirus

RECUADRO 1

Tras las últimas medidas de flexibilidad monetaria adoptadas a lo largo de 2019 tanto por parte del BCE (rebaja del tipo marginal hasta el -0,50 %, tercera ronda de financiación a la banca —TLTRO-III— extendiendo su plazo de 2 a 3 años e inicio de las compras netas de deuda por importe de 20.000 millones de euros mensuales desde noviembre) como de la Reserva Federal (3 bajadas de tipos hasta situarlos en el rango del 1,5-1,75 %), tanto las bolsas como los mercados de deuda iniciaron el año con la perspectiva de que las autoridades monetarias no adoptarían ninguna medida adicional e incluso podrían plantearse alguna revisión estratégica¹, como consecuencia de la resolución de algunos elementos de incertidumbre que afectaban a los mercados, como las disputas comerciales entre EE. UU. y China y la resolución final del *brexit*. Asimismo, el escenario previsto de reactivación del crecimiento en Europa y el mantenimiento de la expansión en EE. UU. favorecerían la evolución de las cuentas públicas y, en consecuencia, la consolidación fiscal.

En este contexto, la extensión del coronavirus a Europa, EE. UU. y gran parte del resto del mundo provocaron fuertes caídas en los mercados de valores y las primeras tensiones en los mercados de deuda por las incertidumbres entre los agentes económicos sobre la evolución de la pandemia y sus potenciales efectos en las economías y las cuentas públicas de las mayores economías mundiales, en un escenario de cierre y confinamiento en muchas de ellas para hacer frente a la crisis sanitaria.

En este escenario, fue la propia Reserva Federal quien anunció la primera medida de carácter monetario, al rebajar por sorpresa sus tipos de interés 50 p.b. para hacer frente a los riesgos a los que se enfrentaba la actividad económica. Esta fue seguida posteriormente por un conjunto de estímulos monetarios, económicos y fiscales para hacer frente a los efectos económicos y sociales de la pandemia por parte del BCE, la propia Reserva Federal y otros bancos centrales, así como por los Gobiernos de los Estados miembros de la UE y EE. UU., además de otros organismos internacionales como el FMI.

En el marco europeo, el BCE aprobó un primer paquete de medidas, que incluyeron nuevas inyecciones de liquidez a los bancos a un tipo de interés más favorable² (desde junio de 2020 hasta junio de 2021), compras extraordinarias de activos por valor de 120.000 millones de euros hasta final de año, adicionales a los 20.000 millones de euros mensuales del programa de compra de activos actual (APP), con el objetivo de apoyar unas condiciones de financiación más favorables para la economía real, y una flexibilización de las normas de capital y liquidez para los bancos —que incluyeron la suspensión de los test de estrés previstos

para julio—. Posteriormente, en la segunda mitad de marzo, anunció un segundo paquete de medidas de mayor magnitud y alcance, el denominado Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP, por sus siglas en inglés), con un importe de 750.000 millones de euros, cuyos principales objetivos son garantizar la correcta expansión de la política monetaria y acabar con la escalada de los intereses de la deuda de los países más afectados por la expansión del coronavirus, asegurándose que todos los sectores de la economía puedan beneficiarse de condiciones financieras favorables que les permitan absorber este *shock*. Las principales medidas del programa incluyen: compras de deuda pública y privada por importe de 750.000 millones de euros hasta final de 2020 con un enfoque flexible en cuanto a su distribución, adquisición de valores de renta fija negociables con un vencimiento residual de 70 días y máximo de 30 años —permitiendo la adquisición de pagarés de empresa que hasta ahora no estaban incluidos— y una exención en los requisitos de elegibilidad para poder adquirir deuda pública emitida por Grecia.

Por su parte, otra autoridad monetaria europea como el Banco de Inglaterra rebajó también sus tipos de interés (desde el 0,25 % hasta el 0,10 %), a la vez que incrementó su programa de compras de bonos en 200.000 millones de libras (hasta un total de 645.000 millones de libras), además de ampliar temporalmente y sin límite la financiación directa³ al Gobierno del Reino Unido. A su vez, otros bancos centrales como el de Suecia han lanzado programas de compras de activos e inyecciones de liquidez, mientras que el Banco de Dinamarca ha optado por subir sus tipos de interés en un intento de proteger el tipo de cambio de su divisa.

Asimismo, desde un punto de vista fiscal, España y los Estados miembros de la UE han adoptado medidas de apoyo a la economía valoradas en casi el 2 % del PIB de la zona del euro, así como esquemas de provisión de liquidez en apoyo de las empresas y los ciudadanos por un importe cercano al 15 % del PIB. Entre estos planes, destacó el acuerdo del Eurogrupo, que movilizará hasta 550.000 millones de euros para los Estados (240.000 millones a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad) y las empresas (mediante el Banco Europeo de Inversiones, que movilizará hasta 200.000 millones de euros en préstamos y avales) y para evitar despidos masivos (a través de un nuevo mecanismo denominado Sure, un fondo destinado a mitigar los riesgos de desempleo en una emergencia⁴).

A nivel internacional, destacaron las medidas establecidas por la Reserva Federal, que adoptó un domingo por la noche una segunda rebaja de tipos más intensa (100 p.b.) apenas unos días después de la anterior, hasta situarlos en el rango del 0-0,25 %, junto con un programa de compras de activos por valor de 700.000 millones de dólares, que incluirá deuda pública y activos con garantía hipotecaria. Finalmente, al igual que hizo el BCE, amplió el importe de las compras hasta un volumen ilimitado en las cantidades necesarias para mantener el funcionamiento normal de los mercados y una ejecución efectiva de la política monetaria, a lo que se unió el anuncio posterior de una inyección extraordinaria de liquidez por valor de 2,3 billones de dólares destinada a hogares y pequeñas empresas.

Además, a nivel fiscal, el Gobierno de EE. UU. aprobó un paquete de ayudas económicas por valor de 2 billones de dólares, que incluye un pago directo de efectivo a la mayoría de los ciudadanos del país, una línea de préstamos por valor

de 367.000 millones para ayudar las pymes a pagar nóminas y un fondo de 500.000 millones para industrias, ciudades y estados.

A todo ello hay que unir líneas de financiación por parte del FMI y el Banco Mundial para aquellos países que necesiten financiación de emergencia⁵, así como una batería de medidas de política monetaria por parte de, entre otros, los bancos centrales de Japón⁶, Canadá⁷, China⁸, Australia⁹ y Brasil¹⁰, puesto que el impacto económico causado por la pandemia tiene un alcance global.

- 1 La presidenta del BCE, Christine Lagarde, mostró su preocupación por los bajos tipos de interés, señalando que el BCE se mantendría atento a los efectos secundarios que pudiesen generar, además de anunciar una revisión estratégica de los instrumentos y los objetivos de la política monetaria de la institución. Por su parte, los responsables de la Reserva Federal señalaron que su política monetaria «era apropiada para apoyar la expansión de la actividad económica, las condiciones de fortaleza del mercado laboral y la vuelta de la inflación al objetivo del 2 %». Además, EE. UU. celebrará elecciones generales en noviembre de este año y, habitualmente, en condiciones normales, la Reserva Federal no adopta decisiones sobre los tipos de interés al objeto de preservar su neutralidad e independencia.
- 2 A un tipo que podría llegar a ser 25 p.b. inferior a la facilidad marginal de depósito si los fondos se destinan a ofrecer financiación bancaria a la economía real.
- 3 A través de la llamada *Ways and Means Facility (W&M)*, que es un mecanismo de descubierto que el Gobierno británico disfruta históricamente con el Banco de Inglaterra por el que este le presta directamente sin necesidad de que acuda al mercado a emitir deuda.
- 4 Este fondo servirá para financiar los ERTE y a las empresas que no despidan, reduciendo jornadas de trabajo o salarios de forma temporal.
- 5 El FMI ofreció financiación por importe de 50.000 millones de dólares, de los que el 10 % está destinado a los países más pobres, mientras que el Banco Mundial anunció un paquete de 12.000 millones de dólares con el mismo fin, pero aseguró estar preparado para distribuir hasta 160.000 millones de dólares en los próximos meses para responder a las consecuencias sanitarias e impulsar la recuperación económica.
- 6 El Banco de Japón (BoJ) amplió las compras de deuda pública y corporativa, así como de otros instrumentos como los fondos cotizados, además de la creación de una línea de financiación de empresas.
- 7 El Banco de Canadá aplicó 3 rebajas sucesivas de los tipos hasta el 0,25 %, a la vez que lanzó un programa de compras de activos de al menos 5.000 millones de dólares canadienses a la semana.
- 8 El Banco Popular de China (PBOC) aplicó varias rebajas sucesivas de tipos hasta situarlos en un mínimo histórico del 2,95 %, además de varias inyecciones de liquidez.

2.2 La evolución económica y financiera nacional

De la misma forma que en el análisis sobre el entorno internacional, la mayoría de los indicadores económicos expuestos aquí contienen información anterior a la intensificación de la crisis del COVID-19 en España y describen, en consecuencia, la situación previa de la economía española y no la actual, que se tratará convenientemente en informes posteriores del Boletín de la CNMV. Las perspectivas para la economía se tratarán en el último epígrafe (2.3) de esta sección, junto con las del resto de las economías de nuestro entorno; por su parte, la evolución financiera en detalle —que sí recoge el inicio de la crisis— se analiza en la sección 3 de este informe.

En 2019, el crecimiento del PIB de la economía española se situó en el 2 %, con lo que se prolonga la senda expansiva iniciada en 2014, aunque a un ritmo inferior al de años previos (2,4 % en 2018 y 2,9 % en 2017), en línea con el entorno de ralentización de otras economías. Con todo, la desaceleración de la actividad doméstica fue menor que la de la zona del euro (cuyo crecimiento pasó del 1,9 % al 1,2 % fundamentalmente por el peor comportamiento de Alemania), lo que elevó el diferencial de crecimiento desde 0,5 p.p. hasta 0,8 p.p.

El PIB de la economía española creció un 2,0 % en 2019, 8 décimas más que en la zona del euro.

La aportación de la demanda nacional al crecimiento se redujo desde 2,6 p.p. en 2018 hasta 1,5 p.p. en 2019, mientras que la aportación del sector exterior terminó el año en 0,4 p.p. (-0,4 p.p. en 2018).

Desde el punto de vista de la oferta, el sector servicios avanzó de forma similar a 2018, siendo el sector industrial el único en experimentar una cierta aceleración.

La aportación de la demanda nacional al crecimiento del PIB se redujo a 1,5 p.p. en 2019 (2,6 p.p. en 2018), mientras que la contribución del sector exterior, que finalizó en terreno negativo en los 2 años previos, fue de 0,4 p.p. (7 décimas más que en 2018). En relación con los componentes de la demanda interna, se observó una desaceleración del crecimiento del consumo privado entre 2018 y 2019 (pasó del 1,8 % al 1,1 %) y, sobre todo, de la formación bruta de capital fijo (del 5,3 % al 1,9 %), mientras que la variación del consumo público experimentó una leve aceleración (pasó del 1,9 % en 2018 al 2,2 % en 2019). En cuanto a la evolución del sector exterior, las exportaciones crecieron ligeramente por encima del avance del ejercicio anterior (2,3 % frente al 2,2 %) a pesar de la ralentización del comercio internacional, mientras que las importaciones disminuyeron su ritmo de avance (del 3,3 % en 2018 al 1,2 % en 2019). La mayor ralentización de estas últimas permitió que la contribución de la demanda exterior al crecimiento fuera positiva durante todo el año.

Desde el punto de vista de la oferta, las ralentizaciones más intensas se observaron en las ramas primarias (agricultura, ganadería, silvicultura y pesca), cuyo valor añadido pasó de crecer un 5,9 % en 2018 a cifras negativas en 2019 (-2,6 % de media anual) y en la construcción, aunque esta última mantuvo tasas positivas (pasó del 5,7 % en 2018 al 3 % en 2019). Por su parte, en el sector servicios se registró un avance similar al del año previo (2,6 % en 2019 frente a 2,7 % en 2018), siendo el sector industrial el único que experimentó una cierta aceleración, al pasar de un descenso del 0,4 % en 2018 a un avance del 0,7 % en 2019. Este comportamiento tuvo su origen en las industrias no manufactureras.

España: principales variables macroeconómicas

CUADRO 2

	% var. anual				FMI ¹	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
PIB	3,0	2,9	2,4	2,0	-8,0	4,3
Consumo privado	2,6	3,0	1,8	1,1	n.d.	n.d.
Consumo público	1,0	1,0	1,9	2,2	n.d.	n.d.
Formación bruta de capital fijo, de la que:	2,4	5,9	5,3	1,9	n.d.	n.d.
Construcción	1,6	5,9	6,6	0,9	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	1,8	8,5	5,7	2,7	n.d.	n.d.
Exportaciones	5,4	5,6	2,2	2,3	n.d.	n.d.
Importaciones	2,7	6,6	3,3	1,2	n.d.	n.d.
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	1,0	-0,1	-0,3	0,4	n.d.	n.d.
Empleo²	2,8	2,8	2,5	2,3	-	-
Tasa de paro	19,6	17,2	15,3	14,1	20,8	17,5
Índice de precios de consumo³	-0,2	2,0	1,7	0,7	-0,3	0,7
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	3,2	2,7	1,9	1,9	2,2	2,4
Saldo de las AA. PP. (% PIB)⁴	-4,5	-3,1	-2,6	-2,6	-9,5	-6,7
Deuda pública (% PIB)	99,0	98,1	97,2	95,5	113,4	114,6
Posición de inversión internacional neta (% PIB)	71,0	68,4	62,4	58,8	n.d.	n.d.

Fuente: Thomson Datastream, Comisión Europea, Banco de España e INE.

1 Previsiones del FMI publicadas a mediados de abril.

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 2016, 2017, 2018 y 2019 por una cuantía del 0,2 %, 0,04 %, 0,01 % y 0,00 % del PIB respectivamente.

n.d.: [dato] no disponible.

La tasa de inflación —que alcanzó el 1,5 % en abril, su nivel máximo de 2019 por el repunte de los precios de la energía— se redujo posteriormente a medida que la tasa energética fue entrando en terreno negativo, hasta finalizar el año en el 0,8 %, tasa en la que se ha mantenido en los primeros meses de 2020 (0,7 % en febrero). La tasa subyacente (IPSEBENE), que excluye los elementos más volátiles del índice como la energía y los alimentos no elaborados, se mantuvo en niveles mucho más acotados durante todo el periodo (entre el 0,7 % y el 1,0 %), para finalizar 2019 en el 1,0 % y registrar un leve incremento en febrero de este año (hasta el 1,1 %). Por su parte, el diferencial de inflación con la zona del euro finalizó 2019 en -0,5 p.p. y osciló en el periodo entre -0,1 p.p. en los momentos de máxima inflación en España en abril y -0,7 p.p. en junio. De media anual, esta diferencia fue de -0,4 p.p., frente a un valor prácticamente nulo en 2018. En febrero de 2020, el diferencial disminuía ligeramente hasta -0,3 p.p.

La tasa de inflación se fue normalizando a lo largo de 2019 a medida que se reducía la tasa energética. El diferencial respecto a la zona del euro finalizó el año en -0,5 p.p.

En el mercado laboral, el dinamismo de la actividad económica permitió que el empleo creciera de forma notable, un 2,3 % de media en 2019, pero con menor intensidad que en ejercicios previos (2,5 % en 2018 y 2,8 % en 2017). La información de la Encuesta de Población Activa (EPA) indica que el año pasado el número de empleados se incrementó en 402.300 (2,40 millones en los últimos 5 años) y que la tasa de paro descendió hasta el 13,8 % en el cuarto trimestre (14,5 % a finales de 2018). Además, la tasa de variación interanual media de los costes laborales unitarios se situó en 2,3 % en 2019, pues al aumento de la remuneración por asalariado (2 %) se le añadió la caída de la productividad aparente del trabajo (0,3 %).

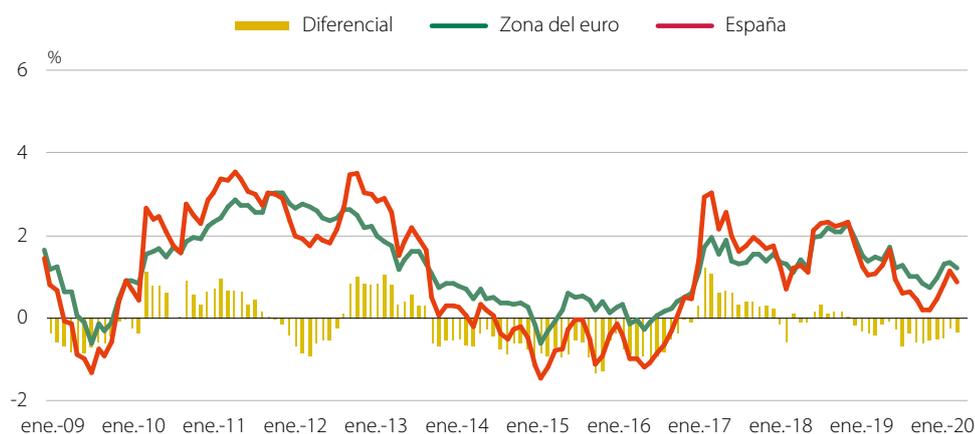
Los buenos datos de creación de empleo en 2019 (2,3 %) están ayudando a reducir la tasa de desempleo, todavía elevada.

Los primeros indicadores sobre la evolución del mercado laboral en el mes de marzo ilustran la intensidad que esta crisis puede tener en los próximos meses. El dato de paro registrado de marzo dio a conocer un incremento del número de personas desempleadas de 293.000 personas, con lo que se interrumpe la tendencia descendente de los últimos años. Por su parte, el número de afiliados a la seguridad social descendió de media en el mes en 243.000 personas⁶.

Los primeros indicadores sobre la evolución laboral en el mes de marzo ilustran la intensidad de la crisis, con un aumento de 293.000 en el número de personas desempleadas en un mes.

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

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta febrero.

6 El dato medio del mes, que es el que se utiliza habitualmente, no refleja con rigor lo ocurrido en el conjunto del mes. A 31 de marzo, el número de personas afiliadas a la seguridad social fue de 18.445.436, lo que supone que hasta ese día el sistema perdió 833.979 afiliados.

El déficit público se mantuvo en el 2,6 % del PIB en 2019, lo que supone la continuidad de España por segundo año consecutivo fuera del procedimiento de déficit excesivo en el que se encontraba desde 2009.

La situación de las finanzas del sector público en su conjunto se mantuvo estable en 2019. El déficit público cerró el año en una tasa del 2,6 % del PIB, misma cifra que en 2018 y compatible, por tanto, con que España se mantenga por segundo año consecutivo fuera del procedimiento de déficit excesivo en el que se encontraba desde 2009. A excepción de las comunidades autónomas, cuyo déficit alcanzó el 0,55 % (0,28 % en 2018), las Administraciones que presentaban necesidades de financiación redujeron su importe, destacando la disminución del déficit de la Administración central, que pasó del 1,32 % en 2018 al 1,12 % en 2019; y, en menor medida, el de las Administraciones de la seguridad social, que se situó en el 1,29 % (1,44 % en 2018). Por su parte, las corporaciones locales experimentaron un leve descenso de su superávit, que pasó del 0,5 % al 0,3 % del PIB. El nivel de deuda pública se situó en el 95,5 % del PIB (datos del cuarto trimestre), 2,1 p.p. menos que en el mismo trimestre de 2018.

La tasa de morosidad continúa en mínimos desde 2011, aunque el reducido nivel de los tipos de interés sigue presionando a la baja la rentabilidad de los bancos.

Los bancos continúan operando en un contexto complejo, dominado por un nivel reducido de los tipos de interés, que merma su rentabilidad. El dinamismo de la actividad económica continuó siendo un factor favorable para el sector financiero en España. Así, el buen tono del consumo privado, que favoreció la recuperación del crédito, y la evolución favorable del mercado laboral permitieron un nuevo descenso de la tasa de morosidad, que se situó en el 4,8 % en diciembre de 2019 (5,9 % en 2018). Por otra parte, existen varios retos latentes relacionados con la entrada de nuevos jugadores vinculados al sector tecnológico y otro tipo de incertidumbres de carácter legal, como la relacionada con la sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE) sobre las hipotecas referenciadas al IRPH.

La cuenta de resultados agregada del sector bancario mostró beneficios superiores a 13.700 millones de euros en 2019.

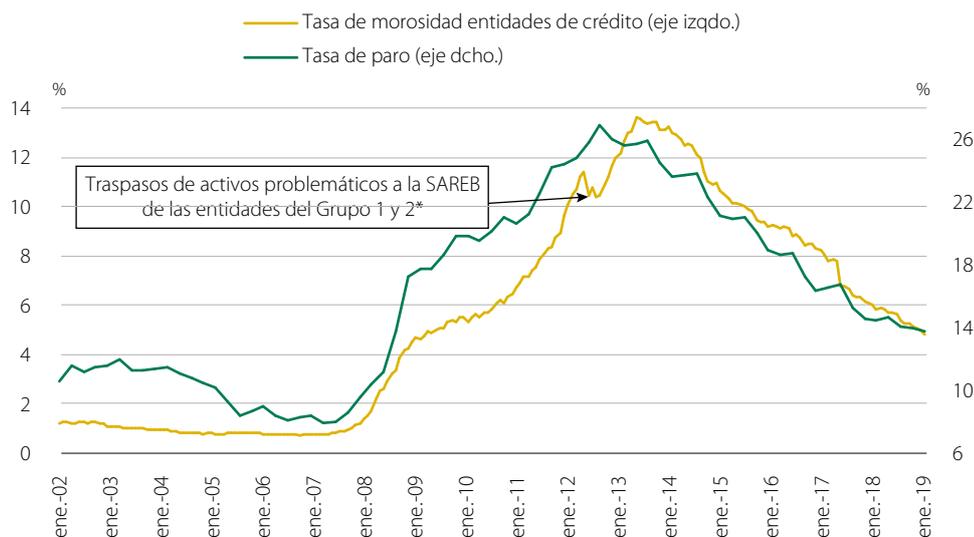
La cuenta de resultados de las entidades de crédito en relación con sus negocios en España mostró unos beneficios de 13.800 millones de euros en el conjunto de 2019 (12.356 millones en el mismo periodo de 2018). Como se ha comentado anteriormente, la rentabilidad de los bancos sigue presionada por el entorno de tipos de interés reducidos, que impide mejoras en el margen de intereses (23.149 millones de euros en 2019, frente a los 23.277 millones de 2018). Por otra parte, el aumento del rendimiento de los instrumentos financieros y el incremento de otros resultados del ejercicio marcaron la mejora del beneficio agregado del sector (que alcanzó máximos desde 2009).

En febrero de 2019 la financiación bancaria a empresas y hogares avanzó ligeramente, continuando la tendencia del ejercicio previo.

La financiación bancaria al sector no financiero residente (empresas y hogares) experimentó en 2019 un avance relativamente parecido al de los ejercicios previos (0,7 % frente al 0,8 % en 2018 y 0,5 % en 2017) y prosiguió al alza en los primeros meses de 2020, aunque a un menor ritmo (0,5 % en febrero). La financiación a las sociedades no financieras, que en diciembre de 2019 aumentó un 1,0 % (1,2 % en 2018), lo hizo un 0,6 % en el mes de febrero. Por su parte, la financiación a los hogares, que se incrementó un 0,3 % en diciembre, en línea con lo acontecido el ejercicio previo y revirtiendo la tendencia de los últimos años (0,4 % en 2018 y -1,3 % y -0,6 % en 2016 y 2017 respectivamente), continuó con su crecimiento en febrero (0,4 %). La expansión del crédito destinado a consumo (4,5 % en febrero de 2020, 4,2 % en 2019 y 5,2 % en 2018) compensó el descenso del saldo vivo de crédito para la adquisición de vivienda (-1,1 % en febrero de 2020, -1,1 % en 2019 y -1,3 % en 2018).

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

GRÁFICO 10



Fuente: Banco de España e INE. Datos hasta diciembre.

¹ Sobre la población activa.

* Los traspos 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).

El tamaño del sector bancario, en términos del volumen agregado de activos por su actividad en España, aumentó en 2019 hasta 2,61 billones de euros (2,57 billones en 2018), con lo que rompió por segunda vez la tendencia descendente iniciada en 2012 (también ocurrió en 2017). Las fuentes de financiación más importantes tuvieron una evolución dispar: descendió la financiación que procede del Eurosistema, al igual que la partida que recoge el patrimonio, los ajustes y las correcciones de valor. Dentro de esta última cabe destacar que el patrimonio neto experimentó un leve aumento, que fue compensado por el descenso de la partida que recoge las provisiones constituidas para la cobertura de pérdidas por deterioro, tanto de los créditos como del resto de activos. Entre las partidas de pasivo que mostraron incrementos más relevantes estuvieron los depósitos del sector OSR y la financiación vía deuda.

El tamaño del sector bancario aumentó en 2019, rompiendo la tendencia descendente iniciada en 2012 (al igual que sucedió en 2017).

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 19.335 millones de euros en 2019, un 20 % menos que en 2018. Esta evolución no fue homogénea entre sectores ni entre compañías, ya que, si se descuenta la evolución desfavorable de una sola sociedad que obtuvo unas pérdidas muy elevadas⁷ (de un conjunto de 93), el beneficio agregado total habría crecido un 6,6 %. Por sectores, los mayores avances se produjeron en las empresas de la construcción y las actividades inmobiliarias, cuyos beneficios aumentaron un 61,6 % en el ejercicio, predominantemente impulsados por la evolución favorable de entidades en las que se observaron resultados negativos en 2018⁸ y de las empresas industriales, en las que el

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 19.335 millones de euros en 2019, un 20 % menos que en 2018, determinado por la evolución de una gran compañía.

7 Repsol (empresa dentro del sector de la energía) obtuvo unas pérdidas de 3.789 millones de euros en 2019 como consecuencia de los ajustes realizados para sentar las bases de la nueva orientación estratégica de la compañía, que se ha marcado como objetivo ser cero emisiones netas en el año 2050.

8 Entre estas empresas destacan Ferrovial, que ha pasado de pérdidas en 2018 a beneficios en 2019, y OHL, que ha reducido sensiblemente sus pérdidas.

beneficio consolidado creció un 2,3 %. En cambio, las caídas más significativas estuvieron concentradas en los sectores de la energía y del comercio y los servicios, con una disminución del resultado del 43,1 % y el 35,5 %, respectivamente. En ambos sectores, la evolución específica de algunas grandes compañías fue determinante en el agregado sectorial^{9,10}.

Evolución de los resultados por sectores: empresas cotizadas no financieras CUADRO 3

Millones de euros

	Resultado de explotación		Resultado antes de impuestos		Resultado (consolidado) del ejercicio	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019
Energía	9.589	8.037	7.754	5.731	5.787	3.290
Industria	8.088	8.967	7.646	8.135	6.075	6.217
Comercio y servicios	16.036	13.041	14.138	9.673	10.158	6.549
Construcción e inmobiliario	5.627	5.197	4.244	3.953	2.029	3.279
Total agregado	39.340	35.242	33.781	27.492	24.049	19.335

Fuente: CNMV.

El nivel de las deudas de las sociedades cotizadas no financieras se incrementó un 8,1 % en 2019, hasta situarse por encima de los 249.000 millones de euros.

El nivel de las deudas de las sociedades no financieras cotizadas se incrementó un 8,1 % en 2019, hasta situarse cerca de los 249.000 millones de euros. Aunque las deudas a corto plazo representan una parte minoritaria (un 19 % del nivel total de deuda), experimentaron un crecimiento mayor que el de las deudas a largo plazo (16,6 % frente a 6,3 %). Por sectores se observa que todos presentaron incrementos de la deuda, destacando los registrados en las empresas del sector del comercio y los servicios (9,0 %, hasta los 87.965 millones), los de las energéticas (8,5 %, hasta los 89.168 millones) y los de las empresas de la construcción e inmobiliarias (7,4 %, hasta los 49.735 millones). Las empresas industriales registraron un aumento de la deuda más leve que las anteriores (de un 4,4 %, hasta los 22.613 millones), si bien estas compañías muestran, junto con las dedicadas al comercio y los servicios, las tasas más elevadas de apalancamiento medidas a través del cociente entre las deudas y el patrimonio neto (1,23 y 1,41 respectivamente). Estas cifras son superiores a las de la ratio de apalancamiento agregada, que pasó de 0,94 en 2018 a 0,99 en 2019. Finalmente, la ratio de cobertura de la deuda, calculada como el cociente entre las deudas y el resultado de explotación, experimentó un deterioro entre 2018 y 2019, al pasar de 5,8 a 7,1.

Sigue mejorando la posición patrimonial de los hogares (endeudamiento y riqueza) y se observa un aumento en la tasa de ahorro, que en 2019 se situó en el 7,4 % de la renta disponible.

Los últimos datos sobre posición patrimonial de los hogares revelan un incremento en las tasas de ahorro y de riqueza, mientras que la ratio de endeudamiento continuó descendiendo en 2019. El aumento de la tasa de ahorro, que pasó del 5,9 % de su renta bruta disponible (RBD) a finales de 2018 hasta el 7,4 % a finales de 2019, se explica

9 Dentro del sector de la energía, si se descuenta la evolución de Repsol, los resultados agregados se habrían doblado entre 2018 y 2019, impulsados por la mejora en los beneficios de Naturgy.

10 En el sector del comercio y los servicios, el descenso de los resultados agregados respondió en gran parte a la evolución desfavorable de IAG y Telefónica. Descartando estas compañías, la disminución de los beneficios de este sector sería menor (-4,2 %).

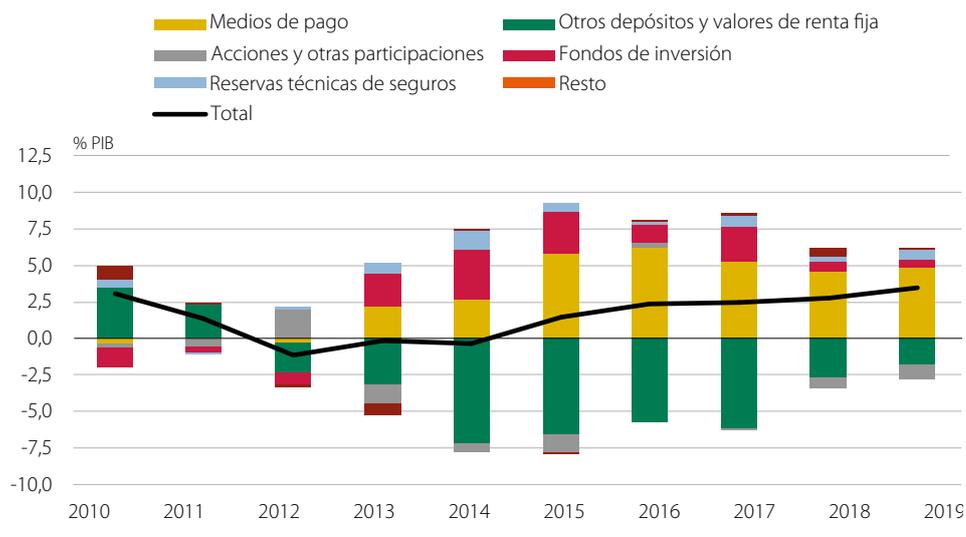
por un motivo de precaución de los hogares en un contexto de ralentización económica y por la presencia de varias incertidumbres que ha sido compatible con la expansión del consumo agregado y la mayor facilidad de acceso a la financiación. A pesar de registrar dos ejercicios consecutivos de aumento del ahorro, la tasa de los hogares españoles sigue siendo muy inferior a la media de la zona del euro (próxima al 13 % de la RBD). En el caso de la ratio de endeudamiento, que se redujo desde el 102,2 % de la RBD a finales de 2018 hasta el 98,7 % en 2019, se produjo tanto una disminución en el nivel de las deudas, fundamentalmente en el préstamo para vivienda, como un incremento en el nivel de renta disponible agregada. La riqueza neta de los hogares se incrementó durante 2019 (desde el 563,6 % del PIB hasta el 571,1 %) debido a la revalorización tanto de los activos financieros como, en menor medida, a la de los inmobiliarios.

Las inversiones financieras netas de los hogares ascendieron al 3,9 % del PIB en 2019 (2,8 % en 2018), manteniendo la tendencia de años anteriores. Así, continuó la inversión en medios de pago (4,9 % del PIB) y la desinversión en acciones y participaciones (1,0 % del PIB) y en depósitos a plazo y valores de renta fija (1,7 % del PIB), en este último caso con importes más pequeños que en años previos (véase gráfico 11). Los hogares invirtieron en participaciones en fondos de inversión siguiendo la tendencia iniciada en 2012, influidos probablemente por el buen comportamiento de los mercados en la última parte de 2019, aunque el volumen invertido también fue inferior al del ejercicio anterior. En total, invirtieron en estos productos un volumen de recursos equivalente al 0,5 % del PIB (0,7 % en 2018).

En cuanto a la evolución de la inversión en fondos de inversión y a diferencia de lo que venía sucediendo desde 2013, periodo en el que las variaciones patrimoniales se traducían en un descenso del peso relativo de las fórmulas más conservadoras (fondos de renta fija y fondos garantizados de renta fija y renta variable), en 2019 los movimientos de los partícipes no fueron en una dirección tan clara. Si bien es cierto que los fondos de renta variable internacional —una vocación de las consideradas más arriesgadas— han registrado suscripciones netas positivas de más de 4.000 millones de euros, los fondos de renta fija han sido los que han recibido mayores recursos durante el año. El patrón temporal también fue importante, ya que en los primeros trimestres destacaron las suscripciones netas en los fondos de renta fija, efectuadas sobre todo por aquellos inversores más aversos al riesgo que se vieron influidos por el comportamiento negativo de los mercados a finales de 2018, mientras que las suscripciones de fondos en las vocaciones de renta variable internacional fueron significativas en la segunda mitad de año. Estas últimas, favorecidas por la disminución de algunas de las incertidumbres presentes en los mercados, pudieron ser efectuadas por la parte de los inversores que se decanta por opciones que tengan una rentabilidad esperada (y riesgo) superior, en un entorno de tipos reducidos como el actual.

En las decisiones de inversión financiera por parte de los hogares siguieron primando los activos más líquidos y los fondos de inversión, aunque en este último caso con un importe menor que en años anteriores.

Dentro de estos últimos las suscripciones netas fueron más elevadas en los primeros meses del año en las vocaciones de renta fija, mientras que en la parte final del mismo lo fueron en las de renta variable internacional.



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

2.3 Perspectivas

Las últimas previsiones del FMI pronostican una contracción del PIB mundial del -3,0 % en 2020, una cifra más negativa que la de 2009 con la crisis financiera global (-0,6 %).

Las últimas previsiones publicadas en abril por el FMI, que ya incorporan los efectos de la crisis originada por la propagación mundial del coronavirus pero están sujetas a un grado muy alto de incertidumbre, apuntan a un ejercicio 2020 muy desfavorable, sobre todo en la primera mitad del año, en el que tanto las principales economías avanzadas como la mayoría de las emergentes mostrarían distintos grados de recesión, exceptuando China y la India. Así, se espera una contracción del PIB mundial del 3,0 % este año (mucho más acusada que la de 2009 con la crisis financiera global, que fue del 0,6 %), para después aumentar hasta el 5,8 % en 2021. Estas previsiones han sufrido una revisión a la baja extraordinaria con respecto a las que publicó esta institución en su informe de enero (-6,3 p.p.), basada en el impacto de la crisis sanitaria en la actividad económica, así como en la repercusión de las respuestas de política económica adoptadas¹¹.

En las economías avanzadas, la contracción del PIB sería más acentuada que en las emergentes y se situaría en el 6,1 % este año, frente al avance del 1,7 % en 2019, siendo los retrocesos esperados para la zona del euro y para EE. UU. del 7,5 % y del 5,9 % respectivamente (frente a avances del 1,2 % y del 2,3 % en 2019). En Europa destaca el empeoramiento de los pronósticos para Italia y España, principales países europeos afectados por el virus y cuyas previsiones, revisadas en 9,6 p.p. entre enero y abril, sitúan las tasas de contracción para 2020 en el 9,1 % y el 8,0 %, respectivamente. Las previsiones para las economías emergentes y en desarrollo implican una contracción de un 1,0 % para este año, pues los datos de crecimiento pronosticados para China y la India (con avances esperados del 1,2 % y el 1,9 % para 2020 respectivamente)

En las economías avanzadas, la contracción del PIB sería más acentuada que en las emergentes y se situaría en el 6,1 % este año, frente al avance del 1,7 % en 2019, siendo los retrocesos esperados para la zona del euro y para EE. UU. del 7,5 % y del 5,9 % respectivamente (frente a avances del 1,2 % y del 2,3 % en 2019). En Europa destaca el empeoramiento de los pronósticos para Italia y España, principales países europeos afectados por el virus y cuyas previsiones, revisadas en 9,6 p.p. entre enero y abril, sitúan las tasas de contracción para 2020 en el 9,1 % y el 8,0 %, respectivamente. Las previsiones para las economías emergentes y en desarrollo implican una contracción de un 1,0 % para este año, pues los datos de crecimiento pronosticados para China y la India (con avances esperados del 1,2 % y el 1,9 % para 2020 respectivamente)

11 Las previsiones del FMI toman como escenario base la suposición de que la pandemia del COVID-19 se disipa en el segundo semestre de 2020 y que las medidas de contención se pueden replegar gradualmente, de forma que la actividad económica se normalice gracias al apoyo brindado por las políticas económicas implantadas por las autoridades.

suavizan la caída del PIB para este grupo de países. Posteriormente, para 2021 se espera una expansión del 6,6 % para el conjunto de economías emergentes.

Los riesgos más relevantes de este escenario están asociados principalmente a la incertidumbre sobre la duración de la expansión y contención del brote de COVID-19, así como a la efectividad de las medidas adoptadas, cuya duración también es incierta. Las consecuencias de la crisis sanitaria actual son difíciles de predecir y dependen de numerosos factores. Por una parte, es complicado predecir el ritmo de recuperación de la actividad económica una vez que las medidas de aislamiento se empiecen a flexibilizar de forma progresiva, e incluso existe la posibilidad de que se produzcan nuevos rebrotes que puedan motivar el endurecimiento o la prolongación de algunas de ellas. También es relevante tener en cuenta la elevada pérdida de riqueza de los agentes, originada por las fuertes caídas en los precios de los activos financieros (y es posible que próximamente de los activos reales) en un contexto de previsible disminución de sus rentas. Por otra parte, es difícil predecir el cambio y la intensidad de los patrones de consumo de los agentes y de su forma de interactuar en el futuro, factores que también van a condicionar el ritmo de salida de la crisis. Finalmente, cabe señalar el papel relevante de las diferentes autoridades e instituciones, que están adoptando medidas de distinto carácter para combatir la crisis. En este sentido, conviene mencionar la necesidad de preservar la sostenibilidad de las cuentas públicas de las diferentes economías, especialmente de aquellas que financieramente son más vulnerables. En el caso europeo, sería deseable una mejora de la coordinación de los países e instituciones, así como un impulso más ambicioso en el diseño de un plan común para contener esta crisis.

Los riesgos más relevantes del escenario previsto se derivan principalmente de la duración de la expansión y contención del brote de COVID-19, así como de la efectividad de las medidas adoptadas. Todo ello en un escenario desconocido de empobrecimiento de las empresas y de los consumidores, con hábitos que pueden cambiar sustancialmente, y también de vulnerabilidad en las finanzas públicas.

Producto interior bruto

CUADRO 4

% var. anual

	2016	2017	2018	2019	FMI ¹	
					2020	2021
Mundial	3,2	3,7	3,6	2,9	-3,0 (-6,3)	5,8 (2,4)
EE. UU.	1,5	2,2	2,9	2,3	-5,9 (-7,9)	4,7 (3,0)
Zona del euro	1,8	2,4	1,9	1,2	-7,5 (-8,8)	4,7 (3,3)
Alemania	1,9	2,5	1,5	0,6	-7,0 (-8,1)	5,2 (3,8)
Francia	2,0	2,3	1,7	1,3	-7,2 (-8,5)	4,5 (3,2)
Italia	0,9	1,5	0,8	0,3	-9,1 (-9,6)	4,8 (4,1)
España	3,3	3,0	2,4	2,0	-8,0 (-9,6)	4,3 (2,7)
Reino Unido	1,9	1,7	1,3	1,4	-6,5 (-7,9)	4,0 (2,5)
Japón	0,9	1,7	0,3	0,7	-5,2 (-5,9)	3,0 (2,5)
Emergentes	4,4	4,7	4,5	3,7	-1,0 (-5,4)	6,6 (2,0)

Fuente: FMI.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada (FMI, previsiones publicadas en abril de 2020 respecto a enero de 2020).

Para la economía española, como se ha comentado anteriormente, el FMI pronostica un descenso del PIB del 8,0 % en este ejercicio, para crecer posteriormente un 4,3 % en 2021, una vez superada la crisis sanitaria del COVID-19. La revisión a la baja del crecimiento de la economía española (9,6 p.p.) ha sido de las más elevadas, por haber sido uno de los países más afectados por el virus (al menos, hasta la fecha de elaboración del informe del FMI), si bien cabe señalar que el impacto negativo en el crecimiento de las economías europeas ha sido igualmente significativo, cercano a los 8 p.p. de media. Con estas cifras, el diferencial de crecimiento con la zona del euro pasaría a ser negativo, situándose en -0,5 p.p. en 2020 y -0,4 p.p. en 2021.

El PIB de España se contraerá un 8,0 % en 2020 por la crisis sanitaria del coronavirus, en línea con otros países del entorno, situándose el diferencial con la zona del euro en -0,5 p.p. En 2021 volvería a avanzar un 4,3 %.

Los riesgos más relevantes de la economía española son comunes a los de otras economías afectadas por el virus, si bien destacan especialmente: el nuevo incremento del desempleo hasta tasas muy elevadas (cuando aún no se habían recuperado las cifras previas a la crisis anterior) y el reto de conciliar la adopción de las medidas necesarias para combatir la crisis y la necesidad de mantener la sostenibilidad de las cuentas públicas.

Los riesgos más relevantes que se observan para el panorama económico nacional una vez superada la crisis sanitaria —algunos de los cuales son comunes a los de otras economías europeas— tienen que ver con: i) las dificultades para que se reanude la actividad a una tasa similar a la que existía antes de esta crisis (2 %), con el fin de lograr una salida en V y no en U o L, como se suele indicar. Para ello, serán muy importantes las medidas de reactivación de sectores estratégicos como la industria automotriz y el turismo; ii) el reto que supone compaginar una política fiscal a medida para minimizar los efectos de la crisis a tres niveles: sanitario, económico y social, con la necesidad de preservar la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio y largo plazo. En este sentido el reciente acuerdo con Bruselas otorga una flexibilidad mayor a la hora de gestionar el déficit y la deuda pública a corto plazo; iii) la elevada tasa de desempleo originada por la pandemia: el FMI pronostica una tasa de paro del 20,8 % en 2020 y del 17,5 % en 2021, con el riesgo de que una parte relevante de esta población desempleada acabe siendo de larga duración; iv) la repercusión negativa para el negocio de las empresas exportadoras españolas expuestas a los mercados internacionales, agravada por el colapso de los precios de algunas materias primas; v) la variación en los patrones de consumo y los cambios previsibles en el comportamiento de la población (por ejemplo, en forma de renunciadas al uso del transporte público o a las compras en grandes establecimientos de consumo); y vi) la prolongación de algunas fuentes de incertidumbre política de carácter nacional.

Actuaciones de la CNMV ante la crisis del COVID-19

RECUADRO 2

La crisis desencadenada a raíz de la propagación del COVID-19 está suponiendo un gran reto para la sociedad española y para el conjunto de instituciones que forman parte de ella. En este contexto la CNMV ha tomado múltiples decisiones de diferente naturaleza: en los primeros momentos, se adoptaron medidas para conseguir que la institución continuara funcionando con normalidad, generalizando en particular la actividad en régimen de teletrabajo y, con posterioridad, los esfuerzos se han centrado en un seguimiento de la evolución de los mercados y de los participantes en ellos, que, en algunos casos, ha dado lugar a decisiones como las restricciones establecidas sobre la operativa en corto. Este recuadro describe las principales actuaciones, decisiones o medidas adoptadas por la CNMV desde los primeros días de marzo:

i) Organización:

- Recursos humanos. Las primeras medidas relevantes que se pusieron en marcha, siguiendo las directrices sanitarias, estuvieron dirigidas a procurar que los empleados de la CNMV pudieran seguir desarrollando su trabajo con normalidad desde su domicilio. El proceso comenzó el 11 de marzo, cuando aproximadamente la mitad de la plantilla comenzó a teletrabajar, duplicándose los equipos en relación con las actividades consideradas especialmente relevantes para el funcionamiento de la CNMV¹. El día en que entró en vigor el Real Decreto del estado de alarma, que fue publicado el 14 de marzo, prácticamente todos los empleados estaban ya desarrollando su actividad desde sus domicilios. Según una encuesta realizada al personal de la CNMV sobre el trabajo y la actividad de la institución durante esta fase excepcional, que ha sido respondida por más de 300 empleados, más de dos tercios de ellos consideran que la

actividad de la CNMV sigue en un nivel similar al de momentos anteriores y valoran de modo favorable cómo están funcionando los sistemas y, en general, la institución. La experiencia ha reforzado la percepción sobre la relevancia que la tecnología y las comunicaciones tienen en el trabajo de la CNMV y ha implicado la utilización de nuevas herramientas, servidores y equipos.

A mediados de marzo se anunció el aplazamiento temporal de los procesos de selección de personal en marcha de la CNMV² (un total de cinco procesos).

- **Registro:** El 16 de marzo la CNMV comunicó el cierre de su Registro General en lo que respecta a la presentación física de documentos. Para garantizar la continuidad en la presentación y el registro de documentos se han habilitado varios canales: la zona abierta y la zona de inversores de la sede electrónica de la CNMV y la sede electrónica de los registros de las distintas Administraciones públicas³.

Por otra parte, el 20 de marzo se dio a conocer la aprobación de una resolución sobre la suspensión de plazos administrativos prevista en el Real Decreto 463/2020, relativo al estado de alarma, publicada en el *Boletín Oficial del Estado (BOE)* el 25 de marzo. Como se indica en la resolución, la suspensión de plazos prevista en dicho real decreto no afecta a la actividad de supervisión en general (requerimientos y otras actuaciones de supervisión) de la CNMV ni tampoco a las autorizaciones tramitadas por las Direcciones Generales de Entidades y Mercados susceptibles de producir efectos favorables al interesado ni a cualesquiera otros procedimientos que establezca motivadamente el Comité Ejecutivo de la institución⁴.

ii) Supervisión de mercados

El contexto de extremada volatilidad en los mercados financieros ha generado la necesidad de intensificar la actividad de supervisión de los mercados, sus infraestructuras y los agentes participantes en ellos. En este ámbito destacan las decisiones de restricción de la operativa en corto sobre valores cotizados en mercados de valores españoles (véase recuadro 3). La primera decisión, acordada el 12 de marzo, implicó la prohibición de las ventas en corto durante 1 día y afectó a 69 valores. La segunda decisión, de prohibición de constitución o incremento de posiciones cortas netas, se acordó el 16 de marzo por un periodo de 1 mes, afectó a la totalidad de los valores de renta variable y fue prorrogada posteriormente otro mes más⁵. Decisiones similares fueron adoptadas en los días subsiguientes por otros supervisores de valores europeos, en concreto por los de Francia, Italia, Bélgica, Austria y Grecia. Además, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) decidía, en paralelo, rebajar el umbral que desencadena la comunicación de posiciones cortas (desde el 0,2 % hasta el 0,1 % del capital⁶) a los supervisores. En el ámbito de las **infraestructuras** de los mercados, además de comprobar que los sistemas de negociación han funcionado con normalidad a pesar del severo episodio de volatilidad y caídas en los precios, se ha prestado una atención especial a la cámara de contrapartida central (ECC), BME Clearing. Esta entidad, además de activar el plan de contingencia para pandemias, ha realizado solicitudes de garantías extraordinarias en número e importes superiores a los habituales, como consecuencia de la superación de los

parámetros de variación de precio y de la aplicación de la normativa de la ECC, para cubrir excesos de riesgos puntuales. No se ha detectado ninguna incidencia en la transferencia de fondos a la ECC. Además, se realizan con frecuencia ejercicios de *back-test* para comprobar hasta qué punto esta puede afrontar la hipotética quiebra de los miembros más relevantes con los recursos financieros a disposición de la entidad y también se ha adelantado por parte de la ECC la revisión de los parámetros para requerir garantías. Asimismo, se ha prestado una atención especial a la actividad de liquidación, observándose un cierto aumento de la ineficiencia (fallidos en las entregas de valores en la fecha pactada) como consecuencia, según señalan las entidades, del aumento de actividad unido a su menor capacidad de respuesta y resolución de incidentes, al encontrarse el personal en régimen de teletrabajo. Esta tendencia, que también se ha observado en menor medida en otros países europeos, se ha revertido parcialmente en los últimos días.

En el ámbito de las sociedades se han publicado algunas consideraciones tanto en relación con la celebración de las **juntas generales**⁷ como con la formulación de las cuentas anuales y la propuesta de aplicación del resultado de las compañías⁸. Con respecto a la celebración de las juntas generales, la CNMV ha indicado que se considera razonable estimular la asistencia por representación, así como maximizar la utilización de los mecanismos de asistencia remota y voto a distancia de los accionistas. También ha indicado que entiende que en las circunstancias actuales debe reconocerse el máximo margen de flexibilidad a los consejos de administración de las compañías cotizadas para adoptar medidas y soluciones que contribuyan a preservar la salud de las personas y a evitar la propagación del virus, aunque no estén expresamente contempladas en los estatutos, en el reglamento de la junta o en las convocatorias realizadas, siempre que se garantice de modo efectivo el ejercicio de los derechos de información, asistencia y voto de los accionistas y la igualdad de trato entre aquellos que se hallen en la misma posición.

Respecto de las cuentas anuales y la propuesta de aplicación del resultado de sociedades mercantiles, la CNMV publicó un comunicado conjunto con el Colegio de Registradores de España aclarando que, en la medida en que la situación derivada de la crisis sanitaria del COVID-19 constituye una circunstancia absolutamente extraordinaria, las entidades pueden, entre otras alternativas, optar por sustituir la propuesta de aplicación de resultados contenida en la memoria de cuentas anuales por otra alternativa y ajustada a la situación. Tratándose de juntas ya convocadas, puede optarse por diferir la decisión sobre la propuesta de aplicación del resultado a una junta posterior a celebrar dentro del plazo previsto para la celebración de la junta ordinaria (estas medidas, aunque tenían encaje en la normativa vigente fueron posteriormente incorporadas, con finalidad aclaratoria, al Real Decreto-Ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19, mediante Real Decreto-Ley 11/2020, de 31 de marzo).

iii) Supervisión de entidades

En el ámbito de la supervisión de entidades cabe destacar los esfuerzos que se han realizado respecto de las instituciones de inversión colectiva y, en particular, de los **fondos de inversión**. Los trabajos principales han estado relacionados con la atención a las condiciones de liquidez de los activos de las carteras de los fondos

y con la evolución de los reembolsos por entidad, todo ello en contacto permanente con las sociedades gestoras y con el fin de seguir la situación y recordarles las obligaciones así como las herramientas de gestión de la liquidez que tienen disponibles. En este sentido, la CNMV ha dado indicaciones sobre la conveniencia en ciertos casos de valorar al precio *bid* o de aplicar esquemas de *swing pricing*.

Las **condiciones de liquidez** de los fondos se han evaluado en función de diferentes indicadores como los volúmenes de negociación, el tiempo para deshacer una posición o la disponibilidad de precios para poder realizar compraventas. También se ha prestado atención a las calificaciones crediticias de los activos de deuda de estas instituciones y, en particular, a los activos calificados con BBB, al ser el último escalón que pertenece a la deuda de alta calidad (*investment grade*), que podría verse afectado si se percibe un empeoramiento del riesgo de crédito de las compañías emisoras. Con el resultado de estos análisis la CNMV está realizando un seguimiento especial de una serie de sociedades gestoras que gestionan al menos un fondo con una exposición más elevada a los activos considerados como menos líquidos o a la deuda con peor calificación crediticia.

En relación con el **seguimiento de los reembolsos**, se estima que su volumen neto acumulado desde que se recrudeció esta crisis a primeros de marzo hasta finales de dicho mes ascendió a aproximadamente 6.000 millones de euros, una cifra que las gestoras están afrontando sin incidencias. En un número reducido de fondos los reembolsos superaron el 20 % del patrimonio, porcentaje que obliga a una comunicación de información relevante (a estos efectos se tienen en cuenta los reembolsos realizados en un solo acto; no obstante, cuando los límites se alcanzan a través de sucesivos reembolsos solicitados por un mismo partícipe o por varios partícipes pertenecientes al mismo grupo en un periodo de dos meses, también se considera como hecho relevante). La única incidencia reseñable que se ha producido, por el momento, afecta a un fondo de fondos que tenía en su cartera participaciones de una SICAV luxemburguesa que había suspendido el cálculo del valor liquidativo. En consecuencia, el fondo realiza suscripciones y reembolsos parciales con normalidad sin tener en cuenta esta inversión, que representaba un 7,1 % de la cartera. Finalmente, cabe señalar la introducción, en virtud del Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes complementarias en el ámbito social y económico para hacer frente al COVID-19, de una nueva herramienta macroprudencial consistente en la posibilidad de establecer plazos de preaviso para los reembolsos sin sujeción a los requisitos de plazo, importe mínimo y constancia previa en el reglamento de gestión, aplicables con carácter ordinario. Estos plazos pueden ser establecidos por la gestora o por la propia CNMV.

Al margen de estas actuaciones, la CNMV también ha adoptado una serie de medidas que tienen que ver con determinadas obligaciones de información de las sociedades gestoras de IIC y de las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo⁹.

iv) Coordinación e interacción con otras instituciones

En la gestión de esta crisis la coordinación con otras instituciones tanto nacionales como foráneas está siendo esencial. A nivel nacional cabe destacar las reuniones —cuya frecuencia ha aumentado sensiblemente— que están teniendo lugar en el seno

de la Autoridad Macroprudencial Comité de Estabilidad Financiera (AMCESFI), que reúne a representantes del Ministerio de Economía, del Banco de España, de la CNMV y de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones para analizar la situación del sistema financiero español desde el punto de vista de la estabilidad financiera y del aumento del riesgo sistémico. En momentos de turbulencias mayores en los mercados, es importante que los supervisores financieros intercambien información para conocer el alcance de los riesgos y, si procede, tomar las medidas necesarias.

A nivel internacional la CNMV ha intensificado el intercambio de información con las distintas instituciones con las que mantiene contacto habitualmente como, por ejemplo, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), ESMA o la Junta Europeo de Riesgo Sistémico (ESRB). Por el momento, los contenidos más importantes de estas interrelaciones tienen que ver con el intercambio de experiencias supervisoras y de información sobre medidas de distinto tipo adoptadas.

- 1 <http://cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={7fdff436-acc0-4148-b7b7-b53c0d1c706a}>
- 2 <http://cnmv.es/DocPortal/Ofertas/AplazamientoProcesosSeleccion.pdf>
- 3 <http://cnmv.es/DocPortal/AIDia/RegistrosOficialesFuncionamiento.pdf>
- 4 <http://cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={1ade2289-962e-4680-a83c-f9fde62ceff0}>
- 5 <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={031a482c-b537-469d-8c45-b131829d3647}>
<http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={ec400229-cbc3-4ac7-a4b4-e7d18c5cdec2}>
<http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={c74b6335-d151-4fe1-993f-b29c0bb67382}>
- 6 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma71-99-1291_pr_ssr_measure_march_2020.pdf
- 7 <http://cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={3802886d-7418-4765-9f9c-50877abccdd4}>
- 8 <http://cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={c8024b87-2f5d-4aef-9c34-06b7d2964462}>
- 9 <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={8177ae71-abfb-4f5c-8f28-2d651217379b}>

3 La evolución de los mercados nacionales

La crisis generada por el COVID-19 y su impacto en los mercados financieros han hecho que el indicador de estrés del sistema registre el aumento más elevado en tan solo 1 mes, al pasar de 0,19 a 0,56. En los últimos días, la intervención del BCE ha contribuido a evitar una escalada mayor del indicador al incidir en las primas de riesgo que lo componen.

El indicador de estrés de los mercados financieros españoles¹² ha mostrado un incremento significativo en las últimas semanas hasta situarse en la zona de estrés elevado (por encima de 0,49) debido a la crisis generada por el COVID-19 y su impacto en los diferentes segmentos del sistema financiero. El indicador de estrés del conjunto del sistema, cuyo último dato se sitúa en 0,56 (10/04), experimentó el repunte más intenso de su historia en 4 semanas consecutivas: entre el 28 de

12 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).

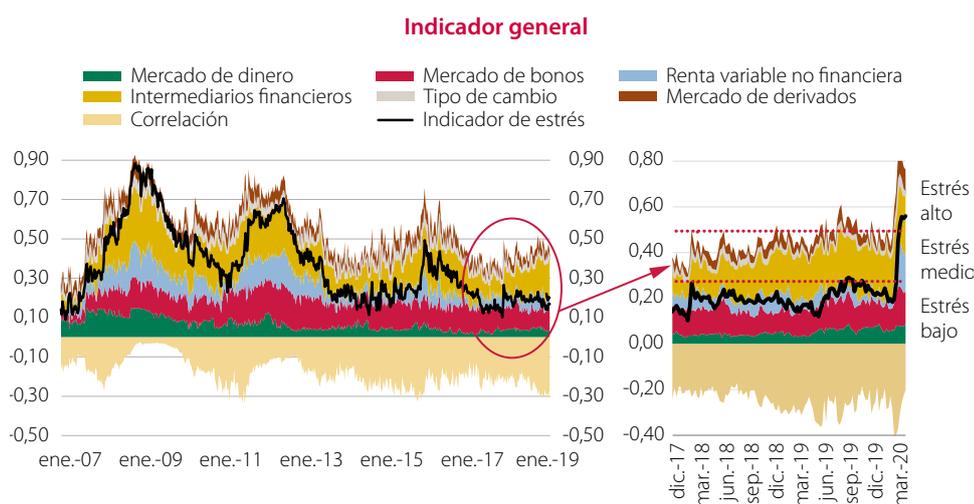
febrero y el 27 de marzo aumentó desde 0,19 hasta 0,56 (0,36 puntos más), una tendencia que contrasta con el incremento más progresivo de su valor observado en otros periodos de crisis. El indicador ha alcanzado, así, su tercer valor histórico más elevado, solo por debajo del nivel experimentado a finales de 2008 (0,88) o a mediados de 2012 (0,70). Las caídas abruptas de los precios de los activos, el incremento de la volatilidad y la pérdida de liquidez de los activos han generado aumentos muy importantes del nivel de estrés en la mayoría de los segmentos que conforman el indicador general.

Como se observa en el gráfico 12, los indicadores individuales más relevantes experimentaron repuntes hasta niveles superiores a 0,85 o incluso 0,95 en el caso de la renta variable no financiera. Desde finales de marzo, el valor agregado total del estrés se mantiene relativamente estable en valores que oscilan entre 0,55 y 0,60 debido a una cierta pérdida de intensidad de las turbulencias en los mercados a la que ha contribuido, sin duda, el conocimiento del paquete de medidas más ambicioso adoptado por el BCE. Además, el grado de correlación del sistema, aunque de forma lenta, ha ido aumentando también a lo largo de las últimas semanas, lo que puede contribuir a mantener el nivel de estrés del sistema en niveles elevados durante algún tiempo.

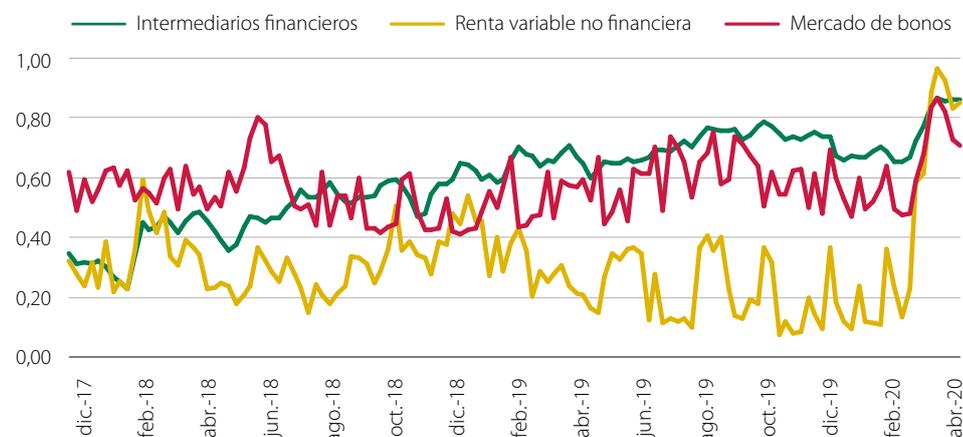
Los indicadores individuales más relevantes experimentaron repuntes hasta niveles superiores a 0,85 o incluso más en algunos de ellos, observándose un aumento progresivo de la correlación entre ellos.

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 12



Indicadores sectoriales



Fuente: CNMV.

3.1 Los mercados bursátiles

Los mercados de renta variable cayeron con fuerza en el primer trimestre, acumulando las mayores pérdidas de su historia en un trimestre, tras conocerse que el coronavirus se había extendido a Europa y a gran parte del resto del mundo, lo que abocaba a una recesión en la mayoría de las economías.

Los mercados de renta variable españoles, que habían finalizado 2019 con avances moderados que les habían permitido recuperar parte de las pérdidas del ejercicio anterior, comenzaron el trimestre con ligeros retrocesos por los temores a los efectos negativos del coronavirus para la economía y el crecimiento económico mundial. Así, tras un breve repunte transitorio al inicio de febrero gracias al mantenimiento de la política monetaria expansiva de los bancos centrales¹³ y la resolución de algunos elementos de incertidumbre¹⁴, cayeron con fuerza a partir de la última parte del mes tras conocerse que el virus se estaba extendiendo con fuerza en Europa y gran parte del resto del mundo, hasta acumular las mayores caídas de su historia en un mes de marzo. El fuerte retroceso de las cotizaciones, también el más grande en un trimestre de la historia, llevó a los índices nacionales a situarse en apenas un mes en su nivel más bajo desde 2012 —coincidiendo con la crisis de deuda en Europa—, ante la perspectiva de que tanto la economía española como la mundial experimentarán un fuerte retroceso en la primera mitad del año y, en consecuencia, entrarán en recesión. Las caídas de las bolsas, que se extendieron a todos los mercados internacionales, vinieron marcadas por un contexto de volatilidad muy elevada y un incremento de los volúmenes de contratación. En momentos puntuales se registraron leves aumentos de los precios debido al efecto en los mercados de las diferentes medidas económicas y monetarias anunciadas por los Gobiernos y las autoridades monetarias de Europa y EE. UU.¹⁵. Asimismo, diversos reguladores como el español establecieron limitaciones a la operativa en corto, mientras que en algunas bolsas internacionales se activaban los mecanismos que detienen transitoriamente la negociación del mercado como consecuencia de la rapidez e intensidad de sus caídas.

En este contexto, el Ibex 35 perdió un 28,9 % de su valor en el primer trimestre del año, la mayor caída trimestral de su historia. Su comportamiento, junto con el del índice italiano, fue ligeramente más desfavorable que el de otros índices de referencia europeos.

Así, el Ibex 35, que en 2019 había recuperado parte de las pérdidas de 2018 con un avance del 11,8 % en el conjunto del año, experimentó un descenso del 28,9 % durante el primer trimestre del ejercicio, su mayor caída de la historia en un trimestre (más de 22 p.p. correspondieron al mes de marzo). El índice se situó en torno a 6.785 puntos, su valor más bajo desde el verano del año 2012 cuando aconteció la crisis de deuda soberana. Estas caídas siguieron la tendencia de los principales índices internacionales de referencia¹⁶, aunque fueron algo más intensas al igual que las del

13 El BCE había iniciado la tercera ronda de financiación a la banca (TLTRO-III), extendiendo su plazo de 2 a 3 años, además de iniciar desde noviembre las compras netas en los mercados secundarios de deuda por importe de 20.000 millones de euros. Mientras tanto, los responsables de la Reserva Federal, que había bajado los tipos 3 veces en 2019, se habían mostrados partidarios de la estabilidad de los tipos de interés, señalando que su política monetaria era la apropiada para apoyar la expansión de la actividad económica, las condiciones de fortaleza del mercado laboral y la vuelta de la inflación al objetivo del 2 %.

14 Entre ellos, la firma a mediados de diciembre de la primera fase del acuerdo comercial alcanzado entre EE. UU. y China, así como la previsible resolución final del *brexit*.

15 Entre ellas, programas de estímulos de los Gobiernos europeos y de EE. UU., así como de la propia UE, además de rebajas de tipos y programas de compras de deuda de la Reserva Federal, el BCE y el Banco de Inglaterra.

16 Los principales índices europeos también presentaron fuertes caídas: Eurostoxx 50 (25,6 %), Dax 30 (25 %), Cac 40 (26,5 %), Mib 30 (27,5 %), que se extendieron a los estadounidenses Dow Jones (23,2 %) y S&P 500 (20 %), siendo algo más moderadas para el tecnológico Nasdaq (14,2 %) y el japonés Nikkei 225 (20 %).

índice italiano. Los descensos del primer índice del mercado español se situaron a medio camino entre los retrocesos que presentaron las acciones de las compañías más pequeñas (24,6 %) y las de mediana capitalización (31 %), cuyos descensos fueron más intensos. Asimismo, los índices representativos de valores latinoamericanos que cotizan en euros, FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top, presentaron caídas aún más intensas (del 46,3 % y 43,3 %, respectivamente), por las dudas sobre el impacto que la recesión económica esperada podría tener en las economías latinoamericanas¹⁷, muy vinculadas a los precios de las materias primas, así como a la depreciación de sus divisas respecto al euro¹⁸.

Todos los sectores finalizaron el trimestre con caídas, aunque su intensidad fue muy heterogénea entre ellos y también entre las compañías debido a las diferentes perspectivas de cada una sobre el impacto de esta crisis sanitaria y la previsible crisis económica posterior. Los retrocesos más significativos (véase cuadro 5) correspondieron a las compañías del sector de servicios de consumo, en el que destacaron las fuertes caídas de la aerolínea IAG y de las empresas hoteleras del sector turístico por el cese de su actividad y la previsible pérdida de la temporada turística; a los bancos, que se enfrentan a un escenario de caída de sus márgenes aún más intenso y extendido en el tiempo, en un entorno de morosidad y riesgos al alza, y a la principal compañía del sector petrolero (Repsol), que acusó el brusco descenso de los precios del petróleo¹⁹ y del gas natural, lo que lastra sus márgenes en un entorno de reducida actividad económica.

Asimismo, destacó la evolución negativa de los sectores productores de materias primas y bienes industriales y de la construcción, así como de los sectores inmobiliario, tecnológico y textil. Por un lado, las compañías productoras de materias primas y bienes industriales se enfrentan a una caída de los precios de las materias primas y de los bienes intermedios debido a la menor demanda en un entorno de reducción de la actividad a nivel internacional, mientras que las empresas de construcción afrontan el esperado retroceso de la inversión en capital. Por otro lado, los sectores inmobiliario, tecnológico y textil acusaron descensos en la demanda de bienes de inversión y de consumo. Entre las compañías con retrocesos más moderados destacaron las eléctricas, las farmacéuticas y las empresas de alimentación, para las que se espera una repercusión menos intensa de la crisis. Las primeras habrán de asumir una demanda menor, pero se verán favorecidas por el mantenimiento de los costes financieros en niveles bajos; mientras que las segundas se beneficiarán del mantenimiento de la demanda de bienes relacionados con la salud y las últimas, de su carácter anticíclico.

Los descensos no fueron homogéneos entre compañías, destacando por su intensidad los de las compañías del sector de servicios de consumo (aerolíneas y empresas hoteleras), los bancos y las compañías petroleras.

Entre las compañías con descensos más moderados destacaron las eléctricas, las farmacéuticas y las empresas de alimentación, para las que se espera una repercusión menos intensa de la crisis.

17 Los principales índices de los mercados de valores de Brasil (Bovespa) y México (S&P/BMV IPC) retrocedieron en el mismo periodo un 36,9 % y 20,6 %, respectivamente.

18 En el primer trimestre del año el euro se apreció respecto al real brasileño casi un 27,4 %, mientras que lo hizo casi un 23,3 % respecto al peso mexicano.

19 El precio del petróleo se situó por debajo de 25 dólares, su nivel más bajo desde 2002.

Índices	2017	2018	2019	I 19 ¹	II 19 ¹	III 19 ¹	IV 19 ¹	I 20 ¹
Ibex 35	7,4	-15,0	11,8	8,2	-0,4	0,5	3,3	-28,9
Madrid	7,6	-15,0	10,2	8,0	-0,6	-0,3	3,0	-29,4
Ibex Medium Cap	4,0	-13,7	8,4	4,7	-1,5	-5,5	11,1	-31,0
Ibex Small Cap	31,4	-7,5	11,9	9,4	-1,3	-1,3	5,0	-24,6
FTSE Latibex All-Share	9,0	10,3	16,3	14,0	0,9	-6,2	7,8	-46,3
FTSE Latibex Top	7,3	14,8	15,3	11,7	1,1	-5,8	8,4	-43,3
Sectores²								
Servicios financieros e inmobiliarios	10,5	-27,1	-2,6	2,7	-3,0	-6,3	4,3	-40,7
Banca	10,6	-29,0	-3,4	2,7	-3,1	-6,5	3,8	-41,9
Seguros	0,1	-12,8	-0,5	2,9	3,9	-6,0	-0,9	-36,4
Inmobiliarias y otros	17,6	-26,1	-11,0	-2,9	-6,7	-0,5	-1,3	-31,3
Petróleo y energía	3,9	6,1	14,4	9,6	2,3	5,4	-3,2	-13,9
Petróleo	9,9	-4,5	-1,1	8,4	-9,7	4,0	-2,9	-40,2
Electricidad y gas	2,0	8,9	18,4	9,9	5,6	5,7	-3,4	-7,7
Mat. básicos, industria y construcción	2,6	-8,6	24,9	18,2	-0,6	2,1	4,1	-30,5
Construcción	9,9	-3,4	29,1	18,7	-1,3	10,1	0,1	-29,2
Fabricación y montaje de bienes de equipo	-19,3	-10,4	21,1	19,9	-1,0	-12,0	15,9	-20,4
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	14,2	-25,3	4,4	7,5	0,8	-11,6	8,9	-38,7
Ingeniería y otros	-9,9	-21,3	19,1	14,4	5,0	-2,2	1,4	-44,3
Tecnología y telecomunicaciones	7,5	-5,5	4,5	9,0	-1,4	-2,5	-0,3	-30,3
Telecomunicaciones y otros	-5,1	-8,2	-4,5	3,7	-0,5	-0,5	-7,0	-23,8
Electrónica y <i>software</i>	36,6	-0,1	19,8	17,3	-2,6	-5,8	11,4	-40,1
Bienes de consumo	-2,1	-16,7	34,8	14,3	0,9	5,0	11,3	-19,1
Textil, vestido y calzado	-10,4	-23,1	40,6	17,2	1,0	7,4	10,7	-24,8
Alimentación y bebidas	5,2	-8,4	1,8	12,2	-9,7	-3,4	4,0	-2,1
Productos farmacéuticos y biotecnología	14,6	-6,4	38,0	11,6	5,0	3,4	13,9	-8,6
Servicios de consumo	23,3	-19,7	8,6	2,0	-1,4	-3,9	12,3	-50,2
Autopistas y aparcamientos	-3,1	39,5	6,9	2,7	4,3	-2,6	2,4	-49,1
Transporte y distribución	-15,7	32,3	12,5	0,3	-0,5	-2,5	15,6	-52,5

Fuente: BME y Thomson 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.

La regulación adoptada en marzo para afrontar la crisis derivada del COVID-19 estableció restricciones a las opas extranjeras fuera del espacio económico europeo a empresas estratégicas españolas aprovechando las fuertes caídas de las cotizaciones.

La drástica caída de las cotizaciones, que situó las valoraciones de muchas empresas en niveles muy reducidos (varias han perdido más de la mitad de su valor y algunas cerca de dos tercios), unida a la ausencia, en algunos casos, de blindajes estatutarios o de accionistas de referencia, podría situar a varias de estas compañías como susceptibles de posibles ofertas públicas de adquisición por grandes grupos industriales o fondos extranjeros debido a su atractiva valoración. Con el objetivo de evitar situaciones de este tipo, el Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19, incluyó una limitación al régimen de inversiones extranjeras de fuera de la UE y del Espacio de Libre Comercio²⁰, al someter a autorización del Consejo de Ministros la adquisición por parte de

20 Esta normativa no afecta a la opa de Six sobre BME, porque la compañía es suiza y pertenece al Espacio de Libre Comercio.

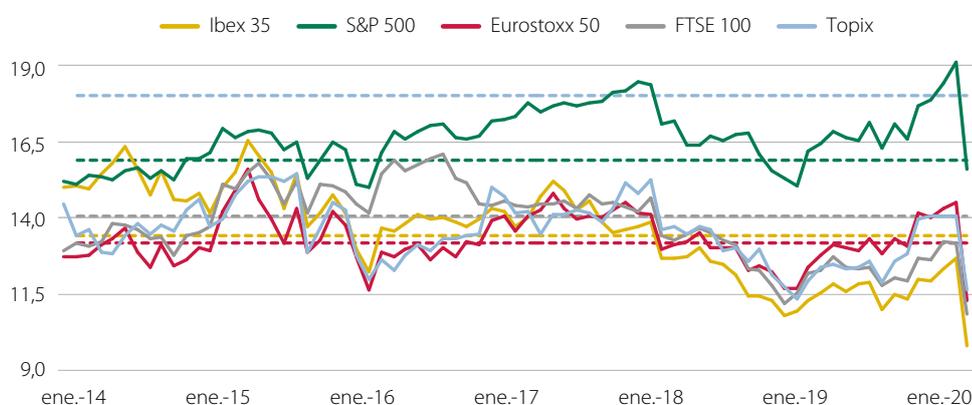
inversores extranjeros del 10 % o más del capital social (o incluso por debajo de ese porcentaje, cuando la operación implique la posibilidad de participar en la gestión o el control) de las empresas activas en sectores estratégicos. Posteriormente, el Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, de medidas complementarias, precisó que los inversores extranjeros tampoco podrán tomar participaciones iguales o superiores al 10 % de las empresas de forma indirecta mediante aquellas estructuras de inversión que tienen establecidas en la UE o en países de la Asociación Europea de Libre Comercio.

La fuerte caída de las cotizaciones en el trimestre, junto con un retroceso menos intenso del crecimiento de los beneficios empresariales esperados para los próximos meses, provocaron que la ratio entre el precio y los beneficios esperados por acción (PER) cayese, aunque es previsible que en los próximos meses aumente conforme las estimaciones de beneficios esperados recojan el fuerte *shock* que supone el cierre temporal de las economías para las empresas y cuya cuantía es muy difícil de estimar por el momento. El valor de esta ratio cayó desde 11,9 a mediados de diciembre hasta 9,8 en marzo, su nivel más bajo desde mediados del año 2012. Asimismo, como muestra el gráfico 13, las ratios PER de los índices bursátiles más relevantes a nivel global también presentaron un comportamiento similar en el trimestre, si bien en todos los casos los niveles de estas ratios eran mayores que el del índice español, lo que refleja el mejor comportamiento relativo de las cotizaciones de estos mercados en los últimos años. Aun así, con la excepción del índice estadounidense S&P 500, que se mantiene en niveles parecidos, todas las ratios PER pasaron a situarse ampliamente por debajo de sus valores medios durante el periodo 2010-2020.

La fuerte caída de las cotizaciones dio lugar a un descenso de la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) desde 11,9 en diciembre hasta 9,8 en marzo, el nivel más bajo desde 2012 y muy por debajo de su media histórica.

Ratio precio-beneficios¹ (PER)

GRÁFICO 13



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de marzo.

1 Con beneficios previstos a 12 meses.

La volatilidad del Ibex 35, que había alcanzado mínimos históricos durante el último trimestre del ejercicio 2019, subió con fuerza hasta alcanzar su nivel más alto desde la crisis financiera de 2008, al igual que sucedió en las principales bolsas europeas e internacionales, en las que en algún caso como el de la Bolsa de Nueva York se llegó a suspender temporalmente la contratación en varias ocasiones²¹. Al cierre del primer

La volatilidad, que venía de mínimos históricos durante el último trimestre de 2019, aumentó con fuerza hasta alcanzar su nivel más alto desde la crisis financiera de 2008, al igual que sucedió en las principales bolsas de valores internacionales.

21 En la Bolsa de Nueva York existe un sistema de cierre automático que se aplica tanto a valores individuales como a índices de mercado. En el caso del índice S&P 500, el cierre se aplica si cae un 7 % por debajo de su cierre anterior, lo que se conoce como una disminución de nivel 1. Las disminuciones de nivel 2 y 3

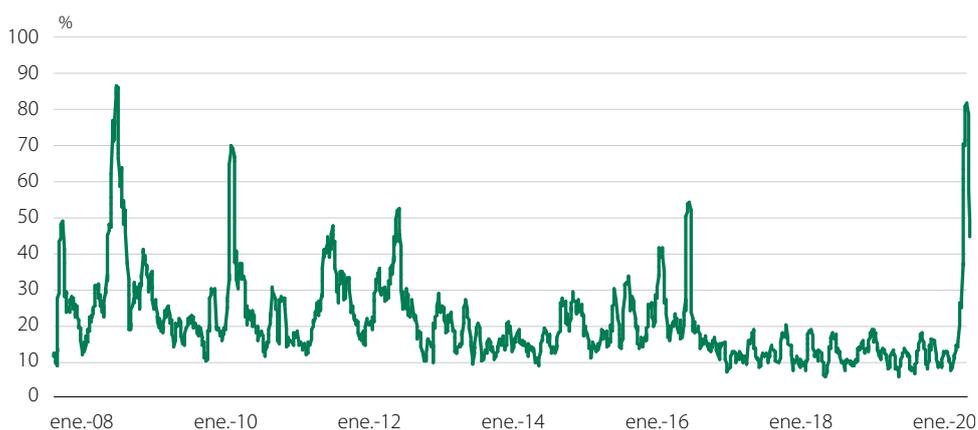
trimestre, la volatilidad del Ibex 35 se situaba por encima del 80 %, superando con creces el 57,5 % del promedio de todo el mes de marzo y casi 3 veces el promedio de todo el primer trimestre (28,2 %). La volatilidad del Ibex 35 se movió en un rango de más de 55 p.p. en marzo y de más de 70 en el trimestre. Este comportamiento de la volatilidad fue similar al de otros índices europeos como el Eurostoxx 50 (77,6 % al final del trimestre), pero el repunte fue algo menos pronunciado que en los índices estadounidenses, en los que el indicador de volatilidad histórica del Dow Jones alcanzó un máximo del 103,2 %²².

La CNMV prohibió durante un mes la realización de operaciones sobre valores e instrumentos financieros que supongan la constitución o el incremento de posiciones cortas netas sobre acciones admitidas a cotización en los centros de negociación españoles.

Por otro lado, al igual que hicieron otros reguladores europeos²³, la CNMV prohibió durante un mes²⁴ —con efectos desde el 17 de marzo hasta el 20 de abril²⁵— la realización de operaciones sobre valores e instrumentos financieros que supongan la constitución o el incremento de posiciones cortas netas sobre acciones admitidas a cotización en los centros de negociación españoles (bolsas de valores y Mercado Alternativo Bursátil, MAB) (véase recuadro 3). Asimismo, ESMA anunció la obligación de exigir temporalmente a los inversores con posiciones cortas netas en acciones cotizadas en mercados regulados de la UE que comuniquen a la autoridad nacional correspondiente cuando su posición sea igual o superior al 0,1 % de capital, frente al 0,2 % vigente hasta ese momento.

Volatilidad histórica del Ibex 35

GRÁFICO 14



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. El indicador se calcula como la desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios del Ibex 35 de 21 días.

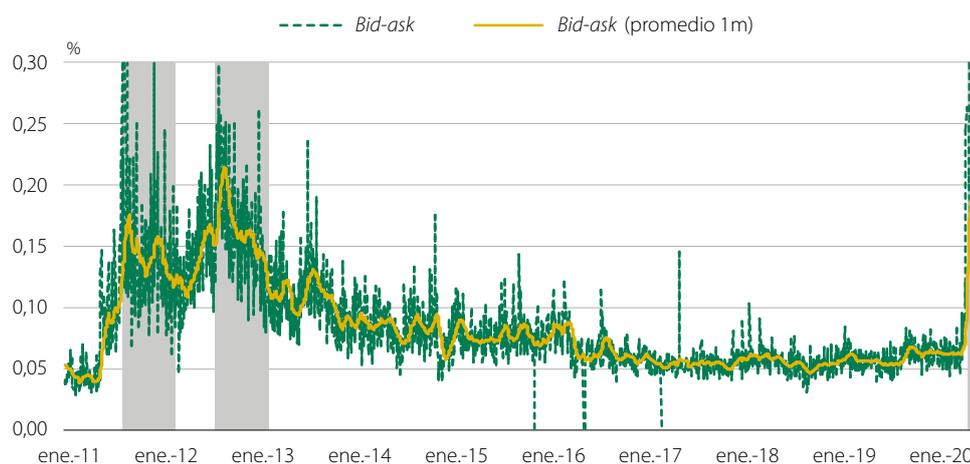
implican una caída del 13 % y 20 %, respectivamente. Los cierres automáticos de nivel 1 y 2 detienen la contratación durante 15 minutos, excepto si ocurre 35 minutos antes de la clausura definitiva. Los cierres de nivel 3 detienen la contratación por el resto del día de negociación.

22 La volatilidad del índice VIX —conocido como el índice del miedo— llegó a alcanzar el 64 %, su máximo histórico.

23 Los reguladores de Francia (AMF), Italia (CONSOB), Bélgica (FSMA) y Grecia (HCMC) también establecieron restricciones a las ventas en corto sobre valores cotizados en sus respectivos mercados.

24 Anteriormente, la CNMV había prohibido en la sesión del viernes 13 de marzo las ventas en corto sobre acciones de 69 sociedades cotizadas.

25 La CNMV extendió la prohibición un mes más, desde el 18 de abril hasta el 18 de mayo.



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

Las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas a través del diferencial de compra-venta (*bid-ask spread*), se mantuvieron relativamente estables al comienzo del primer trimestre del año, pero conforme avanzó la crisis del coronavirus se deterioraron de forma sustancial, incrementándose el *spread* a la vez que lo hacía la volatilidad del mercado hasta valores que superaron los de la crisis financiera de 2008 y la de deuda de 2012. Este diferencial alcanzó el 0,107 % en promedio en el primer trimestre del año, pero se incrementó hasta el 0,25 % en la segunda mitad de marzo —casi 3 veces la media histórica de este indicador (0,091 %)—, cuando llegó a situarse transitoriamente por encima del 0,4 %, lo que podría estar parcialmente relacionado con la prohibición sobre las posiciones cortas.

En este entorno de alta volatilidad y de fuertes caídas de las cotizaciones, la contratación de renta variable española aumentó de modo destacable en el trimestre, hasta alcanzar el volumen más alto desde el primer semestre de 2018. El aumento se explica por la presión vendedora registrada como consecuencia de las caídas de precios, por las compras para el cierre de posiciones cortas tras el establecimiento de la prohibición a las ventas en corto y, también, porque la elevada volatilidad del mercado volvió a incentivar las modalidades de negociación algorítmica y de alta frecuencia²⁶. Así, la negociación de valores de renta variable españoles creció un 26,2 % en términos interanuales, hasta situarse por encima de 244.000 millones de euros, casi 51.000 millones más que en el mismo periodo de 2019, en línea con la tendencia de la mayoría de las principales bolsas europeas, en las que también se produjo un incremento significativo de la contratación²⁷. En términos diarios, la contratación media del mercado continuo en el primer trimestre alcanzó los 1.995 millones de euros,

Las condiciones de liquidez se deterioraron hasta niveles que superaron los de la crisis financiera de 2008 y la de deuda de 2012.

El repunte de la volatilidad del mercado favoreció el aumento de la contratación de los valores españoles, que fue del 26,3 % en términos interanuales en el primer trimestre...

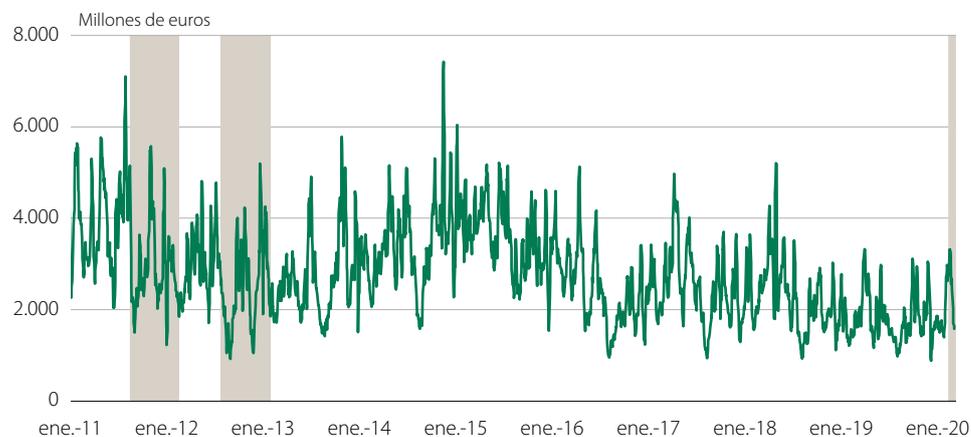
26 Denominada *High Frequency Trading (HFT)*.

27 Según datos de la World Federation of Exchanges, la contratación hasta febrero aumentó de modo destacado en términos interanuales en los principales mercados de valores europeos: un 29,0 % en Euronext,

un 17,6 % más que en el mismo periodo de 2019. Esta cifra también está por encima del promedio del trimestre anterior (1.979 millones de euros) y de 2019 en su conjunto (1.820 millones de euros). Cabe destacar, no obstante, que este incremento se produjo exclusivamente en el mes de marzo.

Contratación diaria del mercado bursátil español¹

GRÁFICO 16



Fuente: CNMV. Las áreas sombreadas del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012 (sobre las entidades financieras), a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013, así como a la prohibición más reciente que comenzó el 16 de marzo de 2020. Las dos últimas prohibiciones afectan a todas las entidades.

¹ Media móvil de cinco sesiones hábiles.

... y permitió que la contratación en centros de negociación y mercados competidores distintos del mercado de origen alcanzara el 47,8 % del total, el porcentaje más alto registrado de toda la serie histórica.

En cuanto a la distribución de la contratación de los valores españoles, un total de 126.698 millones de euros correspondieron al mercado regulado español (un 19,4 % interanual más), mientras que 117.730 millones (un 34,4 % más) se negociaron en otros centros de negociación y mercados competidores, que alcanzaron su volumen máximo histórico. Así, aunque la contratación en BME ha crecido de modo destacado en términos interanuales, apenas lo ha hecho respecto al trimestre anterior (un 0,8 % más), mientras que la de los centros de negociación y mercados competidores ha avanzado a un ritmo mucho más intenso en ambas mediciones. Esto ha permitido que la cuota de mercado de estos últimos haya continuado creciendo hasta alcanzar un nuevo máximo histórico del 47,8 %. La negociación de los centros de contratación y mercados regulados competidores sujetos a reglas de mercado se ha mantenido por encima del 40 % de la negociación total durante todos los trimestres del año 2019, observándose algunas recuperaciones transitorias de la cuota de mercado de BME. Sin embargo, en este trimestre el incremento de la volatilidad y, por tanto, de la negociación algorítmica y de alta frecuencia, que habitualmente se realiza en mayor medida en estos centros competidores, ha sido determinante para explicar el aumento de esta proporción hasta el máximo comentado (7,5 p.p. más que al cierre de 2019).

El mercado Cboe Global Markets siguió liderando la negociación de acciones españolas en el exterior, con el 72 % del total contratado fuera.

En cuanto a la contratación de las acciones españolas en el exterior, volvió a destacar el mercado Cboe Global Markets (Cboe) —que opera mediante dos libros de órdenes

un 19,4 % en London Stock Exchange Group (Londres e Italia), un 25 % en Deutsche Borse y un 18,8 % en Cboe Europe.

diferentes, BATS y Chi-X—, con un nuevo incremento tanto de su negociación como de su cuota de mercado. Su contratación fue cercana a los 85.000 millones de euros en el primer trimestre, lo que supone el 72 % de la negociación en el exterior y en torno a dos tercios de lo contratado en BME. Asimismo, como ya sucedió en trimestres anteriores, siguió cambiando su distribución entre ambos libros de órdenes en beneficio de BATS. Tanto Turquoise como el resto de los operadores volvieron a perder cuota de mercado entre los centros competidores de BME, hasta situarse en el 6,8 % y el 21,1 %, respectivamente, puesto que su avance fue inferior al de la negociación total (véase cuadro 6).

Por otro lado, la CNMV autorizó el 25 de marzo la oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de BME por parte de la suiza Six Group²⁸. La aprobación tuvo lugar una vez autorizada la adquisición por el Gobierno mediante acuerdo del Consejo de Ministros. La oferta se dirige al 100 % del capital de BME y el precio ofrecido es de 33,40 euros por acción.

La CNMV autorizó la oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de BME por la suiza SIX Group.

Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas¹

CUADRO 6

Millones de euros

	2016	2017	2018	2019	III 19	IV 19	I 20
Total	877.413,3	932.771,9	930.616,1	805.833,0	181.393,0	209.032,6	244.429,7
Admitida en SIBE	877.402,7	932.763,1	930.607,1	805.826,6	181.391,6	209.031,8	244.428,6
BME	631.107,2	633.385,7	579.810,4	460.267,4	99.552,2	125.712,6	126.698,3
Chi-X	117.419,4	117.899,2	106.869,7	80.678,9	20.312,6	16.053,1	22.954,9
Turquoise	51.051,8	44.720,1	42.833,4	30.550,6	6.730,5	5.711,7	7.954,3
BATS	44.839,8	75.411,6	171.491,3	176.093,6	42.557,4	39.694,3	62.025,5
Otros ²	32.984,5	61.346,5	29.552,2	58.236,1	12.238,9	21.860,2	24.795,5
Corros	7,5	8,1	8,2	6,2	1,4	0,7	1,1
Madrid	3,2	1,8	0,8	0,8	0,2	0,0	0,1
Bilbao	0,0	0,0	0,0	2,1	0,1	0,0	0,0
Barcelona	4,1	6,3	7,4	3,2	1,1	0,7	1,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Segundo mercado	3,2	0,7	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0
Pro memoria							
Contratación en BME de RV extranjera ³	6.033,0	6.908,0	3.517,1	3.480,5	698,0	962,1	987,7
MAB	5.066,2	4.987,9	4.216,3	4.007,7	710,4	1.345,8	1.145,3
Latibex	156,7	130,8	151,6	136,6	32,8	39,0	29,2
ETF	6.045,2	4.464,1	3.027,6	1.718,0	415,9	459,2	819,0
Total contratación BME	648.418,9	649.885,3	590.732,0	469.616,6	101.410,7	127.938,4	129.680,6
% RV española en BME respecto al total RV española	71,9	68,3	62,6	57,4	55,2	59,7	52,2

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

1 Incluye la negociación de renta variable española sujeta a reglas de mercado o SMN (*lit más dark*). La renta variable española en bolsas españolas es aquella con ISIN español que está admitida a negociación en el mercado regulado de BME, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). La renta variable extranjera es aquella admitida a negociación en el mercado regulado de BME cuyo ISIN no es español.

28 La oferta fue presentada el 18 de noviembre por Six Group a un precio de 34 euros por acción, de los que habría que descontar los dividendos pagados por la compañía.

	2017	2018	2019	II 19	III 19	IV 19	I 20
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	47	46	47	11	10	12	8
Ampliaciones de capital	45	45	47	11	10	12	8
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	2	1	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4	1	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	91	81	52	13	10	15	15
Ampliaciones de capital	84	80	52	13	10	15	15
Ofertas públicas de suscripción de valores	4	2	1	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV ²)	7	1	0	0	0	0	0
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Ampliaciones de capital con captación de recursos	25.787,7	7.389,9	8.240,6	973,3	1.748,3	4.132,9	174,9
Con derecho de suscripción preferente	7.831,4	888,4	4.729,8	199,8	44,6	3.132,8	0,0
Sin derecho de suscripción preferente	956,2	200,1	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0
De las cuales ampliación	68,8	0,0	30,0	10,0	10,0	0,0	0,0
Colocaciones aceleradas	821,8	1.999,1	500,0	0,0	0,0	500,0	0,0
Ampliación de capital de contrapartida no monetaria ³	8.469,3	2.999,7	2.034,2	351,6	1.682,6	0,0	12,5
Ampliaciones de capital por conversión	1.648,8	388,7	354,9	0,0	0,7	341,1	162,4
Otras	6.060,2	913,9	611,8	421,9	20,4	159,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas⁴	3.807,3	3.939,7	1.565,4	140,4	1.074,9	2,6	396,4
De las cuales dividendo elección	3.807,3	3.915,2	1.564,1	140,4	1.074,9	1,3	396,4
Total ampliaciones de capital	29.595,0	11.329,6	9.806,0	1.113,7	2.823,1	4.135,5	571,3
Ofertas públicas de venta	2.944,5	733,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en el MAB⁵							
Número de emisores	13	8	12	2	5	4	5
Número de emisiones	15	12	17	2	6	4	6
Importe efectivo (millones de euros)	129,9	164,5	298,3	3,4	74,1	200,5	18,3
Ampliaciones de capital	129,9	164,5	298,3	3,4	74,1	200,5	18,3
De ellas, mediante OPS	17,1	0,0	229,4	0,0	30,0	196,3	0,1
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BME y elaboración propia.

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

La emisión de nuevas acciones alcanzó su nivel más bajo desde el segundo trimestre de 2018 y fueron en su mayoría bajo el formato dividendo elección. Asimismo, no tuvo lugar ninguna salida a bolsa en el trimestre.

Las emisiones de renta variable realizadas en los mercados nacionales alcanzaron 571,3 millones de euros en el primer trimestre, lo que representa menos de un tercio del importe emitido en el mismo trimestre de 2019 y la cifra más baja desde el segundo trimestre de 2018 (véase cuadro 7). Las ampliaciones de capital se concentraron en su mayoría en el formato de dividendo elección, coincidiendo con el pago en enero del dividendo de algunas grandes compañías energéticas bajo este formato, si bien esta modalidad continuó perdiendo atractivo tanto entre los inversores como entre los emisores. Aun así, es probable que esta opción vuelva a utilizarse con mayor intensidad en un futuro próximo, si las compañías perciben la necesidad de reforzar su capital en el contexto de la crisis. El resto de las ampliaciones correspondió en su mayoría a ampliaciones de capital por conversión, aunque su importe fue muy reducido, de

modo que las ampliaciones de capital con captación de recursos alcanzaron el nivel más bajo de los últimos años. Asimismo, al igual que sucedió en todo el ejercicio 2019, no hubo ninguna oferta pública de venta de acciones (OPV) en el trimestre. El escenario de incertidumbre y volatilidad esperado para los próximos meses hace poco probable que se produzca alguna operación de este tipo en el futuro inmediato.

Por otro lado, numerosas empresas, especialmente bancos²⁹, han anunciado la cancelación de sus dividendos o su intención de retrasar o reducir el importe de estos, así como la cancelación de sus programas de recompra de acciones, para reforzar sus balances y hacer frente a los retos económicos y financieros planteados por la crisis del coronavirus.

Numerosas empresas han anunciado la cancelación de sus dividendos y otras acciones para reforzar sus balances en el contexto de la crisis.

La CNMV introduce restricciones a la operativa en corto sobre valores cotizados en las bolsas españolas

RECUADRO 3

En un entorno de extrema volatilidad y de fuertes caídas en las cotizaciones, que se acentuaron en el mes de marzo, varias autoridades de valores europeas¹, entre ellas la española, decidieron establecer limitaciones a la operativa en corto sobre determinadas acciones. Estas decisiones se pueden adoptar sobre determinados instrumentos financieros ante situaciones de caídas significativas de sus precios o, de forma más general, cuando concurren circunstancias que constituyen una seria amenaza para la estabilidad financiera. En paralelo, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) decidió reducir temporalmente el umbral que determina la obligación de comunicar a la autoridad nacional competente de referencia las posiciones cortas de los tenedores desde el 0,2 % del capital emitido hasta el 0,1 %².

La CNMV, que desde los años de la crisis de deuda soberana en 2011 y 2012 solo había adoptado una medida de esta naturaleza con respecto a un valor específico (la acción de Liberbank, tras la resolución de Banco Popular), adoptó una primera decisión de prohibir las ventas en corto durante la jornada del 13 de marzo sobre determinados valores y una segunda decisión posterior de prohibición de la constitución o el incremento de posiciones cortas netas, que repercutió en la totalidad de los valores y que recientemente ha sido prorrogada hasta el 18 de mayo. La primera decisión³ afectó a todas las acciones consideradas líquidas admitidas a negociación en las bolsas de valores españolas cuyo precio hubiese caído más de un 10 % en la sesión anterior (12 de marzo) y a todas las acciones consideradas ilíquidas cuya caída hubiese superado el 20 %. En total afectó a 69 valores.

Posteriormente, el 17 de marzo la CNMV prohibió, conforme al artículo 20 del Reglamento (UE) n.º 236/2012, de forma temporal (hasta el 17 de abril) la constitución o el incremento de posiciones cortas netas sobre acciones admitidas a cotización en centros de negociación españoles respecto de las que la CNMV es la autoridad competente, de acuerdo con lo que se prevé en el mismo reglamento⁴. Los días subsiguientes adoptaron medidas similares los supervisores francés, italiano, belga, austriaco y griego. La prohibición fue prorrogada posteriormente desde el 18 de abril hasta el 18 de mayo, ambas fechas incluidas, y podrá a su vez prorrogarse por

29 Los supervisores bancarios y de seguros han instado a las entidades financieras y aseguradoras a suspender el pago de dividendos.

periodos renovables no superiores a 3 meses, si se mantienen las circunstancias que la motivaron, de conformidad con el artículo 24 del reglamento mencionado anteriormente, o bien levantarse en cualquier momento sin agotar el plazo, si se considerase necesario. La prórroga⁵, que se aprobó tras diversos contactos con los supervisores de valores de los restantes países europeos que han adoptado medidas similares, se le notificó a ESMA según lo previsto en el reglamento y su motivación fue la persistencia de los riesgos e incertidumbres para la evolución de la economía y el mercado en el contexto de la situación creada por el COVID-19, el alto nivel de volatilidad y el riesgo de que puedan producirse movimientos de precios desordenados.

La prohibición afecta a cualquier operación sobre acciones o índices, incluidas operaciones de contado, derivados en mercados organizados o derivados OTC, que suponga crear una posición corta neta o aumentar una preexistente, aunque sea de forma intradiaria. Se entenderá por posiciones cortas netas las definidas en el artículo 3.1 del Reglamento (UE) n.º 236/2012. Estas posiciones incluyen las ventas en corto aunque estén cubiertas por préstamos de valores. Se excluyen del ámbito de la prohibición las siguientes operaciones:

- Las actividades de creación de mercado en los términos previstos en el Reglamento sobre ventas en corto.
- La creación o el incremento de posiciones cortas netas cuando el inversor que adquiere un bono convertible tiene una posición neutral en términos de delta entre la posición en el elemento de renta variable del bono convertible y la posición corta que se toma para cubrir dicho elemento.
- La creación o el incremento de posiciones cortas netas cuando la creación o el incremento de la posición corta en acciones estén cubiertos con una compra equivalente en términos de proporción en derechos de suscripción.
- La creación o el incremento de posiciones cortas netas a través de instrumentos financieros derivados sobre índices o cestas ponderadas de instrumentos financieros cuando el peso de los valores afectados por la prohibición no supere la mitad del índice o cesta (el alcance de esta excepción varía con respecto a la prohibición inicial, que se refería al número de instrumentos financieros, no a su ponderación o peso en el índice o cesta).

Las restricciones a la operativa en corto, que pueden estar indicadas en situaciones excepcionales, afectan a la eficiencia de los mercados, al reducir la velocidad a la que se ajustan los precios a la información disponible y deteriorar algunas medidas de liquidez o el propio volumen de negociación. La CNMV está realizando un análisis específico para evaluar la repercusión en este caso de la medida adoptada.

1 En particular las de Italia, Austria, Bélgica, Francia y Grecia.

2 <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-requires-net-short-position-holders-report-positions-01-and-above>

3 La decisión se tomó de conformidad con el artículo 23 del Reglamento (UE) n.º 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012, que faculta a las autoridades nacionales competentes para restringir temporalmente las ventas en corto en el caso de una caída significativa en su precio. <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={031a482c-b537-469d-8c45-b131829d3647}>

4 <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={ec400229-cbc3-4ac7-a4b4-e7d18c5cdec2}>

5 <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={c74b6335-d151-4fe1-993f-b29c0bb67382}>

3.2 Los mercados de renta fija

Los mercados de deuda iniciaron el año con ligeros repuntes en las rentabilidades, ante la perspectiva de que las autoridades monetarias no adoptarían ninguna medida adicional de política monetaria e incluso podrían plantearse una revisión de su estrategia, como consecuencia de la resolución de algunos elementos de incertidumbre que afectaban a los mercados. En este contexto, la extensión del coronavirus por Europa y el inicio de las turbulencias en los mercados financieros se tradujo en un proceso de sustitución de activos de deuda de mayor riesgo por emisiones de deuda de mayor calidad crediticia (*flight to quality*). En paralelo, se originó un aumento notable de las primas de riesgo soberanas y de la deuda corporativa de aquellos Estados y compañías más vulnerables, en los que el impacto sobre las cuentas públicas y actividad económica se espera que sea más significativo, que solo cambiaron su tendencia cuando los Gobiernos anunciaron medidas de estímulo económico y, especialmente, cuando el BCE anunció nuevas medidas excepcionales de política monetaria. Estas últimas incluyeron un voluminoso programa de compras de deuda específico para paliar los efectos de la pandemia, entre otros acabar con los repuntes de los intereses de la deuda de los países más afectados por la extensión del virus, denominado en inglés Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), cuyos detalles se comentaron en el epígrafe 2.1 y el recuadro 1 de este informe.

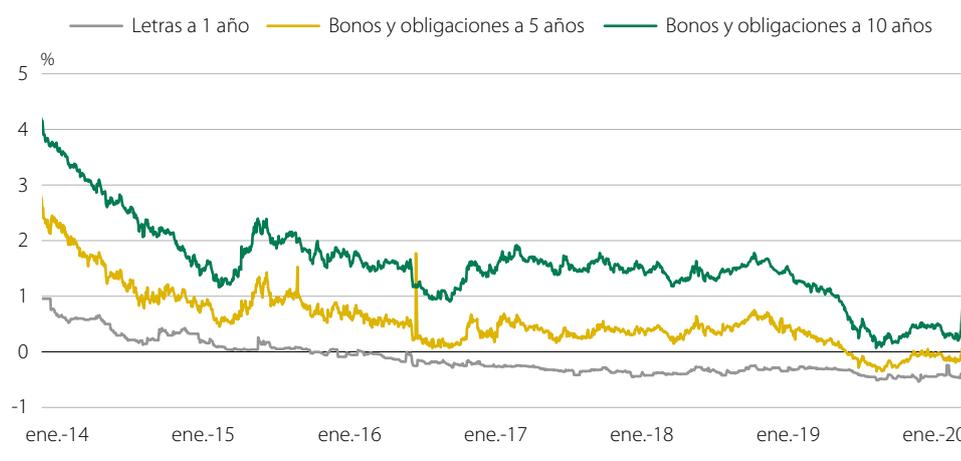
Los tipos de la deuda pública española, al igual que los de otras economías del sur de Europa, presentaron ligeras alzas en el trimestre, que finalmente fueron atenuadas por el efecto positivo del programa de compras del BCE, mientras que los de las economías europeas del norte presentaban ligeros retrocesos, que se concentraban en mayor medida en Alemania y Holanda. Los tipos de la renta privada a largo plazo también experimentaron avances, que fueron más destacables en el caso de la deuda corporativa con peor calificación crediticia. Como consecuencia de todo ello, la prima de riesgo española aumentó 48 p.b. en el trimestre, hasta situarse en 114 p.b., aunque alcanzó máximos puntuales cercanos a los 150 p.b.

Las turbulencias de los mercados financieros se manifestaron en los de deuda en repuntes de las primas de riesgo soberanas y de la deuda corporativa de los Estados y compañías más vulnerables, que solo se relajaron tras el anuncio del programa de compras de deuda del BCE específico para paliar los efectos de la pandemia.

A pesar del efecto positivo de las compras del BCE, los tipos tanto de la deuda pública como de la privada presentaron alzas en el trimestre, que fueron más intensas en los activos de deuda con peor calificación crediticia.

Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 17



Fuente: Thomson Datastream.

En este contexto, las emisiones de renta fija de los emisores españoles registradas en la CNMV experimentaron pocos cambios en el primer trimestre, mientras que las efectuadas en el exterior siguieron aumentando.

El rendimiento de la deuda pública a corto plazo aumentó ligeramente, aunque siguió en valores negativos por quinto año consecutivo, mientras que el de los pagarés de empresa presentó leves retrocesos gracias al reforzamiento de la política monetaria ultraexpansiva del BCE.

En este contexto de tipos reducidos y cierta estabilidad de los mercados hasta el mes de febrero, las emisiones registradas en la CNMV se mantuvieron relativamente estables en el trimestre, mientras que las realizadas en el exterior volvieron a crecer, afianzando el hecho de que los importes emitidos fuera superan el volumen registrado en España, como ya sucedió en el conjunto de 2019. Además, los emisores siguieron aprovechando las buenas condiciones del mercado y su reducido coste para financiarse a medio y largo plazo, por lo que es previsible que muchas compañías —al menos las más grandes— cuenten con un nivel suficiente de liquidez para poder hacer frente en mejores condiciones a los riesgos e incertidumbres asociados a la pandemia.

Los tipos de interés de la deuda a corto plazo mostraron un comportamiento dispar entre la deuda pública y la renta fija privada en el primer trimestre, observándose ligeras alzas en el caso de la primera y leves retrocesos en el de la segunda. De este modo, el rendimiento de la deuda pública entra en su quinto año consecutivo de valores negativos para todo el tramo corto de la curva debido al reforzamiento de la política monetaria ultraexpansiva del BCE, que ahora adopta medidas excepcionales para paliar los efectos del coronavirus³⁰. Así, a finales de marzo el rendimiento en el mercado secundario de las Letras del Tesoro a 3, 6 y 12 meses se situaba en el -0,28 %, el -0,24 % y el -0,28 %, respectivamente, ligeramente por encima de los valores del cierre de 2019, así como del tipo establecido por el BCE para la facilidad marginal de depósito (-0,50 %), con el que habitualmente se mantenían en línea. Todas las subastas de letras del mercado primario continuaron adjudicándose a tipos negativos y las últimas efectuadas en marzo también lo fueron (a plazos mayores presentaron rendimientos positivos³¹). En el caso de la renta fija privada a corto plazo las rentabilidades observadas a finales del primer trimestre eran inferiores a las del trimestre anterior, concentrándose los mayores retrocesos en los plazos de 6 y 12 meses, unos activos que ahora podrían ser elegibles dentro del programa de compras del BCE³². Sin embargo, se observa un importante número de emisores de menor tamaño que han dejado de emitir pagarés, bien por las mayores dificultades para colocarlos o bien por su mayor coste, al elevarse la rentabilidad exigida por los inversores. Así, el rendimiento de los pagarés en el momento de su emisión alcanzaba valores que en marzo se situaban entre el 0,19 % de la referencia a 3 meses y el 0,58 % de los pagarés a 12 meses³³ (véase cuadro 8).

30 El nuevo programa PEEP, dotado con 750.000 millones de euros, incluye compras de valores con un vencimiento residual mínimo de 70 días.

31 Las subastas de bonos a 3 y 5 años realizadas el 2 de abril presentaron un tipo marginal del 0,107 % y el 0,276 %, respectivamente.

32 El BCE adquiriría en el marco de su programa de compras PEPP deuda a corto plazo, entre la que se podrían incluir los pagarés emitidos por algunas empresas españolas (como Endesa, Iberdrola, Repsol, Telefónica, Red Eléctrica, Ferrovial, Naturgy, Abertis, Aena, ACS, Amadeus, Cellnex, Colonial, ACS y Viesgo), siempre y cuando cuenten con un calificación crediticia mínima de BBB- según Standard & Poors, Fitch y DBRS o de Baa3 según Moody's.

33 En materia de pagarés cabe resaltar que en el programa de avales que se ha establecido recientemente en el Real Decreto-ley, de 21 de abril, de medidas urgentes complementarias para apoyar la economía y el empleo, se indica que podrán beneficiarse de los avales los pagarés incorporados al Mercado de Renta Fija de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) y al Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), fomentando el mantenimiento de las fuentes de liquidez proporcionadas por los mercados de capitales y no solo a través de los canales bancarios tradicionales.

%

	dic.-17	dic.-18	dic.-19	jun.-19	sep.-19	dic.-19	mar.-20
Letras del Tesoro							
3 meses	-0,62	-0,50	-0,58	-0,47	-0,54	-0,58	-0,28
6 meses	-0,45	-0,41	-0,47	-0,38	-0,53	-0,47	-0,24
12 meses	-0,42	-0,33	-0,48	-0,38	-0,49	-0,48	-0,28
Pagarés de empresa^{1,2}							
3 meses	0,39	0,24	0,20	0,21	0,16	0,20	0,19
6 meses	0,26	0,19	0,52	0,58	0,17	0,52	0,23
12 meses	0,19	0,07	0,71	1,06	0,43	0,71	0,58

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

Los tipos de interés de la deuda pública a medio y largo plazo iniciaron el trimestre mostrando una tendencia relativamente estable y con valores negativos hasta el plazo de 5 años, ante la perspectiva de que tanto el BCE como la Reserva Federal mantendrían su política monetaria acomodaticia al objeto de evitar la ralentización tanto en Europa como en EE. UU. e impulsar el crecimiento económico. Conforme se conocía la propagación del virus por España, los tipos comenzaron a subir para todo el tramo medio y largo de la curva, donde pasaron a tomar valores positivos e incluso recuperaron transitoriamente valores superiores al 1 % en el plazo de 10 años. Después disminuyeron conforme el BCE intensificaba sus compras de deuda pública³⁴ y anunciaba un nuevo programa de compras Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)³⁵ de mayor magnitud y alcance. Así, el rendimiento de la deuda pública española a 3, 5 y 10 años se situaba al cierre de marzo en el 0,02 %, el 0,26 % y el 0,68 %, respectivamente (véase cuadro 9). En el transcurso del trimestre la curva de tipos ha pasado de presentar valores negativos hasta el plazo de 5 años a hacerlo hasta el plazo de 2 años, puesto que la referencia a 3 años cerró el trimestre con valores ligeramente positivos.

En el caso de la renta fija privada, el comportamiento fue diferente, observándose notables alzas para todos los plazos de la curva, que llevaron a las rentabilidades a situarse en su nivel más alto desde finales de 2018. Así, a pesar de que se mantiene y se ha ampliado la dotación del programa de compras de deuda corporativa³⁶ del BCE, su alcance se limita a un número reducido de emisores con un *rating* mínimo de grado inversión, por lo que el alza de los tipos recoge las caídas de precios de los activos con más riesgo³⁷, entre los que se ha observado un incremento significativo

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó para toda la curva, aunque las alzas fueron atenuadas gracias al efecto positivo de los programas de compras del BCE. Así, la curva de tipos pasó de presentar valores negativos hasta el plazo de 5 años a hacerlo únicamente hasta el de 2 años.

En el caso de la renta fija privada, el comportamiento fue diferente, observándose alzas en las rentabilidades, que fueron el reflejo de las caídas de los precios de los activos de mayor riesgo.

34 Hasta el 2 de abril, el BCE había adquirido deuda pública por un importe neto de 2.261.887 millones de euros, de los cuales 266.616 millones correspondían a títulos españoles.

35 El programa de compras de emergencia, que incluye compras de activos públicos y privados, se puso en marcha en marzo y hasta el 3 de abril acumulaba compras por importe de 30.153 millones de euros.

36 El programa de compras de deuda corporativa acumulaba hasta el 2 de abril un volumen de compras por importe de 203.405 millones de euros, de los cuales más del 18 % se adquirió en el mercado primario.

37 La muestra utilizada para calcular los tipos de interés incluyó un rango amplio de activos con diferentes niveles de riesgo, entre ellos cédulas hipotecarias, bonos con *rating* grado inversión, bonos de alta rentabilidad e incluso deuda sin calificación crediticia.

de los *spreads* exigidos a la deuda *high yield* o de menor calidad crediticia, así como un fenómeno de *flight to quality*, puesto que muchos inversores han sustituido sus inversiones en deuda de este tipo por activos de deuda pública o con menor riesgo. A finales de marzo las rentabilidades de la deuda privada a 3, 5 y 10 años eran del 0,48 %, el 0,65 % y el 1,49 %, respectivamente, lo que implicaba una prima de riesgo de entre 39 y 81 p.b. respecto a los activos de deuda pública. Además, las emisiones de varios emisores sufrieron, en la segunda parte de marzo, una rebaja en sus calificaciones crediticias o una revisión negativa sobre su perspectiva, que recogen los riesgos que afrontan sus actividades como consecuencia del impacto económico de la pandemia.

Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo

CUADRO 9

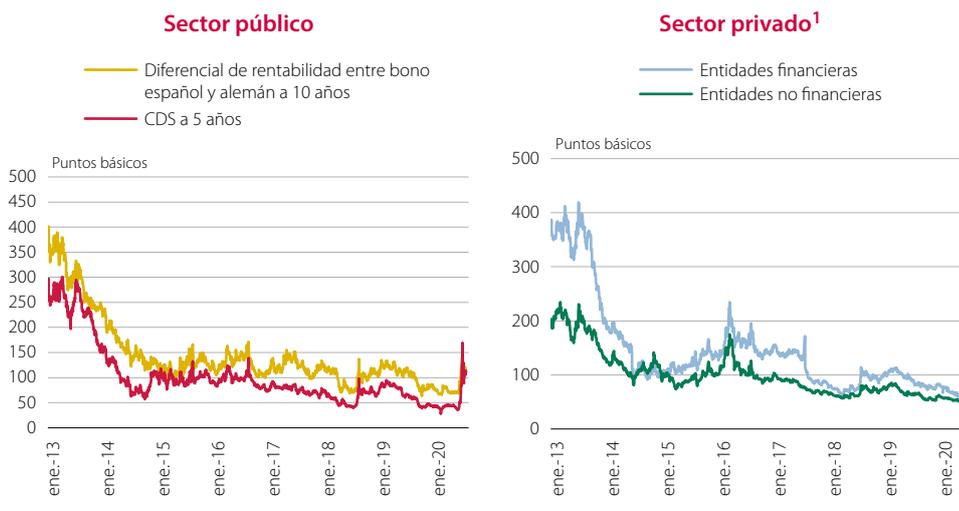
%

	dic.-17	dic.-18	dic.-19	jun.-19	sep.-19	dic.-19	mar.-20
Renta fija pública							
3 años	-0,09	-0,04	-0,29	-0,31	-0,44	-0,29	0,02
5 años	0,31	0,43	-0,06	-0,10	-0,27	-0,06	0,26
10 años	1,46	1,43	0,45	0,50	0,20	0,45	0,68
Renta fija privada							
3 años	0,44	0,67	0,20	0,19	-0,10	0,20	0,48
5 años	0,41	0,55	0,23	0,34	0,10	0,23	0,65
10 años	1,16	1,52	0,79	1,05	0,63	0,79	1,49

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

La prima de riesgo soberano se incrementó 48 p.b., hasta alcanzar 117 p.b., aunque tuvo repuntes transitorios hasta 148 p.b.

La prima de riesgo soberano —medida como la diferencia de rentabilidad entre el bono soberano español y el alemán a 10 años— comenzó el ejercicio en 66 p.b., cerca de su mínimo anual de 60 p.b. de 2019, y se mantuvo sin apenas cambios hasta finales de febrero, cuando comenzó a subir conforme la incertidumbre se extendía en los mercados. Este indicador continuó subiendo hasta mediados de marzo, situándose en 148 p.b. como consecuencia de la elevada incertidumbre sobre los efectos de la crisis en las finanzas públicas de las economías europeas, lo que podría generar tensiones en las primas de riesgo soberanas de las economías con mayores niveles de deuda. Como se ha comentado previamente, los anuncios de los programas de compras del BCE y la intensificación de su compras permitieron que las presiones sobre las primas de deuda se relajasen y que, en el caso español, finalizaran el trimestre en 114 p.b., 48 p.b. por encima del valor de principios de año. Asimismo, las alzas fueron similares para la prima de riesgo estimada utilizando el CDS (*credit default swap*) del bono soberano español —cuyo mercado es menos líquido que el de su subyacente—, que cerró el trimestre en 105 p.b., frente a los 41 p.b. de finales de 2019 (véase panel izquierdo del gráfico 18). A corto plazo, su comportamiento —como el de las primas de riesgo de los grandes emisores españoles— va a estar condicionado por los efectos de la pandemia en la economía española y los plazos e intensidad de la recuperación, así como por el impacto de las medidas fiscales y de política monetaria establecidas por la UE, el Gobierno español y el BCE, respectivamente, para apoyarla.



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

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

Las primas de los subsectores privados de la economía experimentaron una trayectoria similar a la de la deuda pública, aunque sus alzas fueron algo más intensas en el caso de las entidades financieras. Estas últimas, a pesar de contar con el apoyo del BCE que les permite acceder a financiación a largo plazo y a bajo coste a través de la tercera ronda de financiación, se enfrentan a incertidumbres y riesgos crecientes³⁸ como consecuencia del escenario de recesión esperado. Este nuevo escenario extenderá en el tiempo su margen de intereses decreciente —como consecuencia de la prolongación del entorno de tipos de interés reducidos— e incluirá un probable deterioro de sus niveles de morosidad, en un contexto de menor actividad comercial y crediticia. Por el lado positivo, además de la extensión de las facilidades de financiación³⁹, el BCE prolongará e incrementará de modo significativo sus programas de compras de deuda, que incluyen programas específicos de compras de títulos emitidos por las entidades financieras como las cédulas hipotecarias y titulizaciones⁴⁰ (los denominados CBPP3 y ABSPP, respectivamente), a las que se unen ahora las compras de estos títulos a través del PEPP.

En el caso de las compañías no financieras, el ascenso de las primas fue más moderado, pese a lo cual alcanzaron su valor más alto desde finales del año 2016. A pesar de que estas compañías se benefician también del efecto positivo de los programas de compras del BCE, sus primas acusan el impacto potencial del deterioro económico en sus negocios, así como de un previsible incremento de sus

Las primas de riesgo de los sectores privados de la economía aumentaron, siendo las alzas más significativas para las entidades financieras como consecuencia del impacto y los riesgos que tendrá la previsible crisis económica en sus márgenes y en sus balances.

Las primas de riesgo de los sectores privados de la economía aumentaron, siendo las alzas más significativas para las entidades financieras como consecuencia del impacto y los riesgos que tendrá la previsible crisis económica en sus márgenes y en sus balances.

38 El BCE ha instado a los bancos a anular la distribución de dividendos con cargo a los resultados de 2019 y 2020.

39 El BCE ha anunciado un paquete de medidas temporales que relajan las exigencias sobre las garantías y la valoración del colateral aportado en las operaciones de préstamo.

40 El programa de compras de cédulas hipotecarias (*covered bonds*) acumulaba hasta el 2 de abril compras por importe de 275.233 millones de euros, de los cuales más del 38 % fue adquirido en el mercado primario. Por su parte, el programa de compras de titulizaciones (*asset-backed securities*) acumulaba en la misma fecha compras por valor de 31.691 millones de euros, de los que casi el 52 % fue adquirido en el mercado primario.

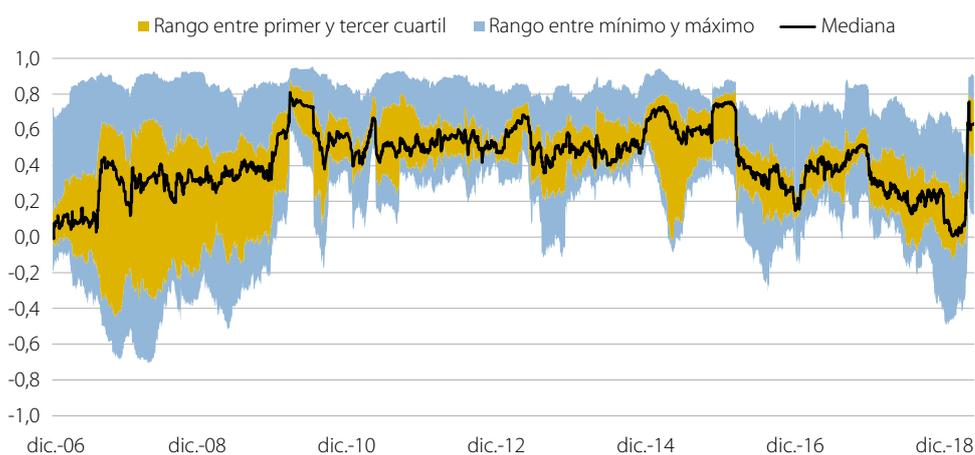
costes financieros originado por el aumento de su riesgo de crédito. Como muestra el panel derecho del gráfico 18, la media de los CDS de las entidades financieras se situaba a finales de marzo en 125 p.b., 60 p.b. por encima de los 65 p.b. con los que inició el año; en el caso de las entidades no financieras, en cambio, la media de las primas de riesgo era en la misma fecha de 98 p.b., frente a los 52 p.b. de cierre del trimestre anterior.

La correlación entre los precios de los activos, que había disminuido de forma notable en el último trimestre de 2019, volvió a crecer con intensidad en los primeros meses de 2020. Las caídas de precios generalizadas entre activos explican esta evolución del indicador.

El grado de correlación entre los precios de las diferentes clases de activos financieros españoles, que había disminuido de forma significativa durante el último trimestre de 2019 hasta situarse en su valor más bajo de la última década, volvió a crecer con mucha intensidad en el primer trimestre de este año y alcanzó su nivel más alto desde el segundo semestre de 2016 como consecuencia de las incertidumbres asociadas a la crisis sanitaria. El valor del indicador, uno de los de los más elevados observados en la última década, implica que las incertidumbres —y, por tanto, los potenciales riesgos originados a raíz de la crisis— se trasladaron a los diferentes tipos de activos disponibles, incluidas tanto acciones como deuda y crédito. Estas incertidumbres se tradujeron en caídas de precios generalizadas y dieron lugar al citado aumento de la correlación general.

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

GRÁFICO 19



Fuente: Thomson 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. Una correlación alta entre las diferentes clases de activos españoles indicaría la posible existencia de comportamiento gregario por parte de los inversores. Esta situación podría resultar en una elevada volatilidad en periodos de estrés. Por otro lado, la diversificación ofrecería menos ventajas, ya que, en este contexto, sería más difícil evitar la exposición a fuentes de riesgo sistemático
- 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.

El volumen de emisiones de renta fija registrado en la CNMV experimentó un leve descenso en el primer trimestre...

Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV en el primer trimestre de 2019 se situaron en 20.203 millones de euros, un 3,2 % menos que las registradas en el mismo periodo del año anterior. El volumen de emisiones se mantiene en valores reducidos como en otros trimestres anteriores, y sigue condicionado por el elevado volumen de la actividad emisora en el exterior, que en 2019 ya superó las emisiones registradas en la CNMV. Además, muchas compañías aprovecharon durante 2019

las buenas condiciones del mercado para financiarse a un coste reducido, lo que disminuye sus necesidades para este año y, además, las entidades financieras disponen de otras fuentes de financiación atractivas, como la tercera ronda de financiación del BCE, para hacerlo en buenas condiciones. En cuanto a la composición de las emisiones, tanto en términos absolutos como relativos, los mayores incrementos correspondieron a las cédulas hipotecarias (56 %), los bonos de titulización (58 %) y los pagarés de empresa (53 %). En el caso de las primeras, su actividad se limita a la renovación de emisiones vencidas, puesto que su emisión está condicionada por la evolución del saldo de créditos hipotecarios en vigor, que sigue reduciéndose⁴¹; las segundas corresponden a 2 programas de emisiones de titulización STS realizadas por sendas entidades de financiación; por su parte, las emisiones de los últimos se ven favorecidas por el retorno a España de los programas de emisión de pagarés de algunas compañías desde el exterior⁴². Por el contrario, el mayor retroceso correspondió a las emisiones de bonos y obligaciones simples, que se redujeron a menos de la mitad, debido a que la SAREB realizó una única emisión por importe de 4.064 millones de euros, frente a las 3 emisiones por un importe agregado superior a 10.200 millones de euros que registró en 2019.

Por su parte, las emisiones de renta fija realizadas por los emisores españoles en el exterior durante los primeros meses del año (datos hasta febrero) continuaron manteniendo el dinamismo observado en el ejercicio anterior y crecieron hasta situarse en 26.098 millones de euros, la cifra más alta de los últimos trimestres y un 48 % superior a la del mismo periodo de 2019. El mayor crecimiento correspondió a las emisiones de deuda a largo plazo, que se incrementaron un 83 %, debido al aumento de las emisiones de bonos, que se duplicaron con creces, mientras que las emisiones de pagarés a corto plazo tuvieron un crecimiento más moderado (19 %). Por tanto, se puede deducir que las empresas han aprovechado las buenas condiciones del mercado —tanto en lo que respecta a disponibilidad de fondos como a costes reducidos— para financiarse a largo plazo: las emisiones a largo plazo representaron el 55 % del total, frente al 44 % del mismo periodo del año anterior. Los datos preliminares de 2020 parecen anticipar, sujeto a los cambios que puedan derivarse de la nueva situación provocada por la pandemia, que la tendencia observada en 2019, cuando las emisiones en el exterior superaron por primera vez las registradas en la CNMV⁴³, va a mantenerse en este ejercicio o, incluso, intensificarse. Por otra parte, volvió a destacar el aumento de las emisiones de las filiales de empresas españolas en el resto del mundo, que se situaron en 18.315 millones de euros (datos hasta febrero), un 38 % más que en 2019. De este importe, el 77 % correspondió a bancos y el resto, a empresas no financieras, lo que refleja el crecimiento de las filiales de los bancos españoles dentro de su proceso de internacionalización y crecimiento en otras regiones.

... mientras que las emisiones españolas en el exterior siguieron creciendo, concentrándose en mayor medida en deuda a largo plazo.

41 Hasta febrero, según datos del Banco de España, el saldo del crédito hipotecario a hogares caía un 1,1 % en tasa interanual, hasta situarse en 517.102 millones de euros.

42 Como el caso de la energética Endesa, que ha pasado a registrar de nuevo sus emisiones de pagarés en la CNMV.

43 Estas emisiones representaron un 53 % del total en 2019 (un 47 % en 2018).

Emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV

CUADRO 10

	2016	2017	2018	2019	2019		2020
					III	IV	I ¹
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	139.028	109.487	101.296	90.161	19.968	35.018	20.203
Cédulas hipotecarias	31.643	29.824	26.575	22.933	6.750	7.508	6.250
Cédulas territoriales	7.250	350	2.800	1.300	0	1.300	0
Bonos y obligaciones no convertibles	40.170	30.006	35.836	29.602	1.533	12.084	6.159
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	35.505	29.415	18.145	18.741	4.909	9.681	3.066
Pagarés de empresa ²	22.960	17.911	15.089	15.085	5.275	4.446	4.728
De titulización	1.880	1.800	240	0	0	0	0
Resto de pagarés	21.080	16.111	14.849	15.085	5.275	4.446	4.728
Otras emisiones de renta fija	1.500	981	0	1.500	1.500	0	0
Participaciones preferentes	0	1.000	2.850	1.000	0	0	0
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	4.279	6.505	4.923	3.214	459	2.088	861
Emisiones aseguradas	421	0	0	0	0	0	0
					2019	2020	
En el exterior por emisores españoles	2016	2017	2018	2019	III	IV	I¹
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	58.587	84.760	89.358	100.321	23.754	22.318	26.098
A largo plazo	31.655	61.095	38.425	53.234	12.342	10.552	14.384
Participaciones preferentes	1.200	5.844	2.000	3.070	918	100	1.500
Obligaciones subordinadas	2.333	5.399	2.250	1.755	0	0	0
Bonos y obligaciones	28.122	49.852	34.175	48.409	11.424	10.452	12.884
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	26.932	23.665	50.933	47.087	11.412	11.766	11.714
Pagarés de empresa	26.932	23.665	50.933	47.087	11.412	11.766	11.714
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							
					2019	2020	
	2016	2017	2018	2019	III	IV	I¹
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	56.674	66.790	91.446	92.284	22.187	17.789	18.315
Instituciones financieras	11.427	19.742	43.234	57.391	13.568	13.825	14.152
Sociedades no financieras	45.247	47.585	48.212	34.893	8.619	3.964	4.163

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.

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, tras haber interrumpido en 2018 el crecimiento sostenido y elevado que había durado 5 años, volvió a aumentar con fuerza en 2019 y se situó en 279.377 millones de euros a finales de año, un 7,8 % más que al cierre del ejercicio anterior. El 90 % de este avance patrimonial se explica por el rendimiento positivo de los activos en sus carteras. Por lo que se refiere al rendimiento, la rentabilidad media ponderada de los fondos se situó en el 7,1 % en 2019, lo que se explica fundamentalmente por el avance de las cotizaciones en los mercados de renta variable a nivel mundial y, en especial, durante la primera parte del año. Las suscripciones netas fueron negativas durante los 3 primeros meses de 2019, influenciadas todavía por el retroceso de las bolsas de finales de 2018, y positivas durante el resto del año, especialmente en el cuarto trimestre (2.248 millones de euros). De esta forma, en el conjunto del año, las suscripciones netas fueron de 2.467 millones de euros, una cifra muy inferior a la de los últimos ejercicios.

A diferencia de años anteriores y a pesar de la prolongación del contexto de tipos de interés reducidos, los partícipes no mostraron una preferencia mayoritaria por las categorías de fondos de mayor riesgo, ya que parte de ellos optaron por fórmulas más conservadoras como consecuencia del comportamiento desfavorable de los mercados en 2018, especialmente en la última parte del año. Con todo, en el conjunto del ejercicio, la categoría que atrajo un volumen mayor de suscripciones netas fue, con diferencia, la de los fondos de renta fija, con un total de 10.733 millones de euros, seguida de las categorías de renta variable internacional (4.114 millones de euros) y renta variable mixta (3.289 millones de euros). En el lado opuesto, los mayores reembolsos (en términos netos) correspondieron a los fondos de renta variable euro, con una salida de recursos de 3.588 millones de euros, y a los fondos de gestión pasiva, con 3.027 millones (véase cuadro 11). En esta última vocación se llevan produciendo importantes reembolsos durante los últimos 3 años, lo que ha provocado que desde finales de 2016 su patrimonio se haya reducido prácticamente a la mitad.

El rendimiento de la cartera de los fondos de inversión en 2019 fue positivo, sin excepción, en todas las categorías y fueron las vocaciones con mayor relevancia de acciones en su cartera las que mostraron las rentabilidades más altas. Así, los fondos de renta variable internacional y renta variable euro experimentaron una revalorización de su cartera del 22,2 % y del 14,3 %, respectivamente. Los fondos de renta variable mixta también registraron una rentabilidad elevada, ya que el rendimiento de su cartera se situó en el 9,3 %. La categoría que, por el contrario, mostró una rentabilidad menor fue la de renta fija, con una cifra del 1,4 %.

El patrimonio de los fondos de inversión se incrementó un 7,8 % en 2019 debido, sobre todo, al rendimiento positivo de sus activos, en un año de menores suscripciones netas por parte de los partícipes.

A pesar del contexto actual de tipos de interés, una buena parte de los partícipes optó por invertir en categorías de fondos menos arriesgadas que en años anteriores, influenciados por el comportamiento desfavorable de los mercados de renta variable en 2018.

El rendimiento de la cartera de los fondos fue positivo en todas las categorías, más elevado para aquellas que invierten una proporción mayor en renta variable.

Millones de euros

	2017	2018	2019	2019			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	21.325,0	7.841,8	2.467,4	-402,3	326,2	295,6	2.247,9
Rta. fija ¹	-3.638,0	-2.766,0	10.732,6	2.996,7	2.469,2	4.352,6	914,1
Rta. fija mixta ²	2.890,5	-1.063,7	-1.506,1	-543,8	-1.631,4	-949,3	1.618,4
Rta. vble. mixta ³	5.498,6	2.485,9	3.288,8	-27,3	2.623,8	-0,8	693,1
Rta. vble. euro ⁴	2.549,7	1.848,7	-3.588,2	-1.331,1	-1.272,8	-518,3	-466,0
Rta. vble. internacional ⁵	4.514,0	3.864,1	4.113,8	-183,5	-38,9	2.843,5	1.492,7
Gar. rta. fija	-3.262,6	-575,8	-282,6	98,3	24,2	-126,2	-278,9
Gar. rta. vble. ⁶	-309,5	-667,2	-1.857,0	-28,5	-4,7	-745,2	-1.078,6
Fondos globales	13.405,9	9.448,9	-2.553,9	182,9	93,2	-3.325,4	495,4
De gestión pasiva ⁷	-4.585,0	-2.790,4	-3.026,8	-270,6	-680,3	-780,1	-1.295,8
Retorno absoluto	4.287,3	-1.899,6	-2.852,9	-1.295,4	-1.256,1	-454,9	153,5

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 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.

El número de fondos continuó descendiendo en 2019, en especial los fondos de gestión pasiva.

La oferta de fondos por parte de las sociedades gestoras continuó reduciéndose como consecuencia del proceso de racionalización llevado a cabo desde 2013, aunque de forma más moderada que en años anteriores (entre 2013 y 2016 el número de fondos disminuyó en cerca de 450). Así, el número de fondos a finales de año era de 1.710, es decir, 15 menos que al cierre de 2018. El mayor retroceso, en línea con la evolución negativa de los últimos años, se produjo en los fondos de gestión pasiva, con 39 fondos menos, seguidos por los fondos de retorno absoluto, con una reducción de 15. En cambio, los fondos de renta variable internacional, que ya habían aumentado en 2018 con 25 fondos más, mostraron un nuevo crecimiento en 2019 con 27 instituciones.

El número de partícipes superó los 11,7 millones a finales de año, destacando el avance en los fondos de renta fija, que fueron, a su vez, los que atrajeron mayores suscripciones.

Por su parte, el número de partícipes experimentó un incremento del 4,6 % en 2019 y cerró el año con un total de 11,7 millones de partícipes, frente a los 11,2 millones del año anterior⁴⁴. En línea con los datos de suscripciones netas, las

⁴⁴ 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.

categorías de fondos de renta fija y de renta variable internacional fueron las que mostraron los mayores avances a lo largo de 2019, con prácticamente 1 millón más de partícipes los primeros y algo menos de medio millón los segundos. Por el contrario, las categorías de retorno absoluto y de renta variable euro experimentaron retrocesos destacables en el número de partícipes (285.000 y 232.000 menos, respectivamente).

Según los datos provisionales de los meses de enero y febrero de este año, el patrimonio de los fondos continuó el primer mes con la misma tónica que en 2019, con un descenso en el número de fondos, hasta 1.702 en febrero, 8 menos que en diciembre, y un aumento en el número de partícipes, un 2,4 % hasta superar los 12 millones. A partir del mes de marzo, no obstante, y como consecuencia de los efectos económicos derivados de la pandemia actual, se produjo una reversión de estas tendencias tanto por la pérdida de valor de la cartera de los fondos como por los reembolsos efectuados por los partícipes. Las primeras estimaciones muestran que en marzo los reembolsos producidos en los fondos de inversión se habrían situado cerca de los 6.000 millones de euros, lo que equivale a una contracción patrimonial de alrededor del 2 %, habiéndose concentrado los mayores reembolsos en los fondos de renta fija, seguidos por los fondos globales y de retorno absoluto. Estos reembolsos, unidos a la contracción que sufrieron las carteras de inversión como consecuencia de las bajadas generalizadas en los precios de los activos financieros, apuntan a una caída patrimonial en marzo cercana al 10 %.

Las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión empeoraron ligeramente a lo largo de 2019, aunque continuaron siendo satisfactorias, con un peso de los activos con liquidez reducida que queda muy lejos de los valores alcanzados en 2010, cuando llegaron a representar más del 30 % de la cartera de renta fija. Desde entonces, este porcentaje ha ido disminuyendo paulatinamente y a partir de 2014 se ha mantenido en niveles moderados, oscilando entre el 7 % y el 9 % de las carteras de renta fija privada de los fondos. Durante 2019, el peso de estos activos se incrementó 1,3 p.p., al pasar del 7,4 % al cierre de 2018 al 8,7 % a finales de 2019. Así, a 31 de diciembre de 2019 el volumen total de activos considerados de liquidez reducida ascendía a 4.515 millones de euros, lo que representa el 1,62 % del patrimonio total de los fondos.

Si se atiende a las distintas categorías de activos de renta fija, se puede observar que el aumento se concentró en la renta fija no financiera y en la financiera con un *rating* inferior a AA. Así, en el primer caso, los activos con baja liquidez aumentaron durante el año en 549 millones de euros, hasta los 1.339 millones. En la renta fija financiera con *rating* inferior a AA, el avance anual fue de 265 millones de euros, hasta alcanzar los 1.844 millones a 31 de diciembre de 2019 (véase cuadro 13). Las titulaciones continuaron siendo la categoría en la que los activos de liquidez reducida representaban un porcentaje mayor, alcanzando un 75,1 %. No obstante, esta cifra ha ido disminuyendo progresivamente en los 2 últimos años y, además, estos activos tienen un peso muy reducido en las carteras de los fondos.

En los 2 primeros meses de 2020 continuó la tendencia expansiva de los fondos de inversión, que se truncó en marzo, con unas primeras estimaciones que indican una contracción patrimonial algo inferior al 10 % del patrimonio de los fondos.

El porcentaje de activos poco líquidos en las carteras de renta fija privada de los fondos aumentó un 1,3 % durante 2019, situándose en el 8,7 % de la cartera de renta fija...

... con un aumento destacado de los activos de baja liquidez dentro de la cartera de renta fija no financiera.

	2017	2018	2019	2019			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión (número)	1.741	1.725	1.710	1.704	1.737	1.723	1.710
Rta. fija ¹	290	279	281	274	283	283	281
Rta. fija mixta ²	155	168	173	166	173	171	173
Rta. vble. mixta ³	176	184	185	188	191	186	185
Rta. vble. euro ⁴	111	113	113	113	114	113	113
Rta. vble. internacional ⁵	211	236	263	240	253	257	263
Gar. rta. fija	79	67	66	66	66	66	66
Gar. rta. vble. ⁶	188	163	155	161	164	159	155
Fondos globales	225	242	255	238	240	252	255
De gestión pasiva ⁷	202	172	133	160	161	148	133
Retorno absoluto	104	99	84	96	90	86	84
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	265.195	259.095	279.377,4	268.364,0	270.916,0	273.100,7	279.377,4
Rta. fija ¹	70.564	66.889	78.583,2	70.391,3	73.202,8	77.871,1	78.583,2
Rta. fija mixta ²	43.407	40.471	40.819,9	40.980,6	39.643,5	38.959,2	40.819,9
Rta. vble. mixta ³	22.387	23.256	28.775,8	24.465,0	27.350,1	27.613,4	28.775,8
Rta. vble. euro ⁴	12.203	12.178	10.145,1	11.844,7	10.676,8	10.034,3	10.145,1
Rta. vble. internacional ⁵	24.065	24.405	34.078,9	27.088,3	27.262,4	30.447,0	34.078,9
Gar. rta. fija	5.457	4.887	4.809,3	5.065,6	5.197,8	5.143,1	4.809,3
Gar. rta. vble. ⁶	15.418	14.556	13.229,1	14.724,9	14.938,2	14.395,0	13.229,1
Fondos globales	35.512	42.137	43.041,9	44.221,3	44.669,4	41.702,5	43.041,9
De gestión pasiva ⁷	19.478	16.139	14.073,8	16.396,7	15.983,2	15.355,0	14.073,8
Retorno absoluto	16.706	14.173	11.818,3	13.181,5	11.988,8	11.577,6	11.818,3
Participes							
Total fondos de inversión	10.287.454	11.217.569	11.739.183	11.211.400	11.350.779	11.227.036	11.739.183
Rta. fija ¹	2.627.547	2.709.547	3.668.324	2.737.450	3.279.530	3.376.056	3.668.324
Rta. fija mixta ²	1.197.523	1.188.157	1.087.881	1.168.810	1.124.303	1.044.836	1.087.881
Rta. vble. mixta ³	584.408	624.290	707.159	620.258	695.823	695.444	707.159
Rta. vble. euro ⁴	710.928	831.115	598.901	820.890	564.406	553.832	598.901
Rta. vble. internacional ⁵	1.865.367	2.225.366	2.655.123	2.226.793	2.301.171	2.512.222	2.655.123
Gar. rta. fija	190.075	165.913	154.980	162.551	164.034	161.392	154.980
Gar. rta. vble. ⁶	527.533	494.660	428.470	493.318	491.969	461.897	428.470
Fondos globales	1.086.937	1.501.730	1.359.915	1.535.831	1.553.357	1.291.172	1.359.915
De gestión pasiva ⁷	638.966	543.192	429.428	525.194	503.369	474.947	429.428
Retorno absoluto	858.170	930.641	646.042	917.346	669.857	652.278	646.042
Rentabilidad⁸ (%)							
Total fondos inversión	2,42	-4,89	7,12	3,85	0,83	0,71	1,57
Rta. fija ¹	-0,13	-1,44	1,38	0,75	0,47	0,42	-0,26
Rta. fija mixta ²	1,10	-4,27	4,75	2,65	0,75	0,69	0,59
Rta. vble. mixta ³	3,23	-6,45	9,25	5,32	1,03	0,97	1,68
Rta. vble. euro ⁴	11,16	-13,01	14,27	8,21	0,82	-1,13	5,95
Rta. vble. internacional ⁵	8,75	-12,34	22,18	11,86	0,79	1,37	6,91
Gar. rta. fija	0,72	0,09	3,98	1,51	2,12	1,39	-1,07
Gar. rta. vble. ⁶	1,61	-1,33	3,62	1,38	1,42	1,42	-0,63
Fondos globales	4,46	-5,69	8,45	4,62	0,82	0,77	2,04
De gestión pasiva ⁷	2,13	-3,16	7,45	3,37	1,66	0,96	1,28
Retorno absoluto	1,44	-4,81	3,94	2,26	0,54	0,35	0,75

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 2017, 2018 y 2019. 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.-19	sep.-19	dic.-19	jun.-19	sep.-19	dic.-19
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	72	72	72	4,9	5,1	5,6
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	1.484	1.653	1.844	5,7	6,1	6,7
Renta fija no financiera	918	1.123	1.339	4,7	5,3	6,2
Titulizaciones	694	649	630	83,1	79,1	75,1
Titulización AAA	19	12	14	100	44,2	35,6
Resto de titulizaciones	675	638	616	82,7	80,2	77,0
Total	3.862	4.146	4.515	7,9	8,1	8,7
% sobre patrimonio FI	1,43	1,52	1,62			

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)

Como ocurre desde 2015, el número de SICAV registradas en la CNMV se redujo de forma notable en 2019, ya que se produjeron 147 bajas y tan solo 3 altas, por lo que a finales del ejercicio había 2.569 vehículos registrados frente a los 2.713 de diciembre de 2018. Más del 60 % de las bajas, en concreto 91, fueron consecuencia de procesos de liquidación, mientras que 30 fueron absorbidas en procesos de fusión y 26 se transformaron en otro tipo de entidades (15 de ellas en S. L., 9 en S. A. y 2 en SIL). El descenso en el número de entidades se vio reflejado también en el número de accionistas, que retrocedió un 3,7 % hasta alcanzar los 398.552. Prácticamente todas las SICAV (más del 99 %) cotizaban en el MAB.

El número de SICAV registradas en la CNMV siguió a la baja en 2019, con 147 bajas y tan solo 3 altas, hasta situarse en 2.569...

El patrimonio de estas IIC, en cambio, aumentó un 3,4 % y pasó de 27.836 millones de euros a finales de 2018 a 28.793 millones a finales de 2019. Esta variación fue consecuencia exclusivamente de la revalorización de los activos de la cartera de estos vehículos, sobre todo de la cartera de renta variable, ya que la puesta en circulación de acciones fue negativa en términos netos. El patrimonio medio por SICAV aumentó desde los 10,3 millones de euros en 2018 hasta los 11,2 millones en 2019.

... a pesar de lo cual el patrimonio de estas instituciones creció un 3,4 % gracias a la revalorización de su cartera.

En los dos primeros meses de 2020, el patrimonio de las SICAV se mantuvo relativamente estable, mientras que el número de vehículos registrados en la CNMV continuó disminuyendo y se situó al cierre de febrero en 2.549, 20 menos que a finales de 2019.

En los dos primeros meses de 2020 el patrimonio de las SICAV se mantuvo estable, pero el número de entidades continuó a la baja.

IIC de inversión libre

La inversión libre, a pesar del avance significativo experimentado en 2019, continúa teniendo un peso muy reducido dentro de la inversión colectiva en España, ya que representa menos del 1 % del patrimonio total. Este segmento de la inversión colectiva está formado por dos tipos de vehículos, según inviertan en activos de

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

forma directa (IIC de inversión libre) o a través de otras IIC de inversión libre (IIC de IIC de inversión libre). En ambos casos, los vehículos pueden estar constituidos como fondos o como sociedades.

... experimentaron un importante incremento de su patrimonio en 2019 (24,4 %), que se repartió de forma homogénea entre las dos tipologías de vehículos.

El patrimonio agregado de estas instituciones experimentó un fuerte crecimiento en 2019, con un aumento patrimonial del 24,4 %, hasta situarse a finales de año en 3.398 millones de euros. En el caso de las IIC de inversión libre, se produjo un avance del 25,2 %, hasta los 2.832,4 millones, mientras que en las IIC de IIC de inversión libre el patrimonio se incrementó un 20,7 %, hasta cerrar el año con 565,9 millones.

La rentabilidad de la cartera de estas instituciones fue relativamente elevada, en línea con las subidas de los precios de los activos de renta variable a lo largo del año.

La evolución de la rentabilidad de la cartera estuvo en línea con el comportamiento de los mercados, especialmente los de renta variable, y fue positiva para todas las categorías: mientras que las IIC de inversión libre registraban un rendimiento de su cartera del 10,4 % en términos anuales, las IIC de IIC de inversión libre mostraban una rentabilidad del 5,1 %. Al igual que en los fondos de inversión, el mayor rendimiento se produjo en el primer trimestre del año.

El número de vehículos aumentó en 13 y finalizó el año en 69. Este avance correspondió a las IIC de inversión libre, que pasaron de 49 a 62, ya que en las IIC de IIC de inversión libre no hubo ningún movimiento, manteniéndose las 7 de 2018.

El número de vehículos de inversión libre registrados en la CNMV al cierre de 2019 ascendía a 69, 13 más que al cierre del año anterior. Como se observa en el cuadro 14, se produjo un fuerte incremento en el número de IIC de inversión libre, que pasó de 49 a 62, tras producirse 16 altas y 3 bajas durante el ejercicio. En el registro de IIC de IIC de inversión libre, en cambio, no se produjo ningún movimiento, manteniéndose las 7 de 2018. De estas, 6 tienen forma de fondo (3 de los cuales están en proceso de liquidación) y 1 tiene forma societaria. Esta última contaba en diciembre de 2019 con un patrimonio de 267,6 millones de euros, un importe similar al de la totalidad de los 6 fondos de inversión que invierten en otras IIC de inversión libre.

El número de partícipes y accionistas mostró un crecimiento del 43,6 %, destacando el aumento en las IIC de inversión libre, gracias, en parte, al elevado número de altas.

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 43,6 %, por lo que a finales de diciembre había un total de 10.407. Este incremento fue dispar entre ambas tipologías de IIC, ya que en el caso de las IIC de inversión libre se produjo un aumento del 69,8 % durante 2019, hasta los 7.548, mientras que en las IIC de IIC de inversión libre este avance fue muy pequeño, del 2,0 %, hasta los 2.859. El importante avance que registraron las IIC de inversión libre fue consecuencia, en gran medida, de las 13 nuevas altas (en términos netos) que se produjeron a lo largo del año.

En enero y febrero de 2020 no se produjo ningún movimiento en el registro de los vehículos de inversión libre.

En los dos primeros meses del año, no se produjo ningún movimiento en el registro de estas entidades, por lo que el número de IIC de inversión libre continuaba siendo de 62 y el de IIC de IIC de inversión libre de 7.

Principales magnitudes de las IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 14

	2017	2018	2019 ¹	2019			
				I	II	III	IV ¹
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número	8	7	7	7	7	7	7
Participes	3.596	2.804	2.859	2.847	2.850	2.861	2.859
Patrimonio (millones de euros)	468,7	468,8	565,9	506,9	513,7	562,4	565,9
Rentabilidad (%)	-1,66	-1,28	5,07	1,86	1,34	1,10	0,68
IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número	47	49	62	50	54	58	62
Participes	3.656	4.444	7.548	5.937	5.846	6.451	7.548
Patrimonio (millones de euros)	2.298,2	2.262,2	2.832,4	2.395,0	2.321,5	2.467,1	2.832,4
Rentabilidad (%)	7,84	-6,47	10,35	5,56	0,36	0,22	3,94

Fuente: CNMV.

1 Datos hasta noviembre, excepto en el número de entidades, que son hasta diciembre.

IIC inmobiliarias

Las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias experimentaron un continuo e importante retroceso desde los peores momentos de la crisis financiera, en los que el sector de la construcción y las actividades inmobiliarias fue uno de los más perjudicados. Esta evolución negativa ha continuado en los últimos años, a pesar de la mejoría que viene produciéndose en dicho sector desde 2015. Una de las principales razones reside en el hecho de que la inversión inmobiliaria en España se está canalizando principalmente a través de SOCIMI⁴⁵ (sociedades cotizadas anónimas de inversión en el mercado inmobiliario). Estas entidades cotizan en un segmento específico del MAB, que presentó un gran dinamismo a lo largo de 2019, con la incorporación de 13 nuevas sociedades, hasta alcanzar 77 empresas a finales de año.

Por su parte, durante los últimos años, los fondos de inversión inmobiliaria (FII) han experimentado importantes retrocesos de sus principales magnitudes como consecuencia de los elevados reembolsos que se han ido produciendo y que los han llevado a iniciar procesos de liquidación, con la consiguiente baja de la mayoría de ellos al finalizar ese proceso. Así, desde un máximo de 10 FII a mediados de 2007, con un patrimonio que rondaba los 9.000 millones de euros, se pasó a 2 fondos (ambos en proceso de liquidación) a finales de 2018, que continuaban todavía registrados en la CNMV al cierre de 2019, con un patrimonio total de 309 millones de euros.

Por el contrario, las sociedades de inversión inmobiliaria (SII) experimentaron, igual que en 2018, un incremento patrimonial durante 2019, concretamente del 2,0 % hasta los 763,5 millones de euros, a pesar de haberse producido 1 baja en el último trimestre. La causa de este avance se encuentra, principalmente, en las suscripciones

A pesar de la mejoría que viene produciéndose en el sector de la construcción y actividades inmobiliarias, las magnitudes de las IIC inmobiliarias siguieron retrocediendo por el trasvase del negocio hacia las SOCIMI.

Los FII muestran el comportamiento más desfavorable, pues solo quedan dos desde 2018, ambos en proceso de liquidación.

Por el contrario, las SII experimentaron un leve incremento del patrimonio (2 %), a pesar de haberse producido una baja en el cuarto trimestre de 2019.

45 Las SOCIMI son sociedades anónimas cuyo objeto social consiste, de forma análoga a los FII y las SII, bien en la inversión en bienes inmuebles destinados a su arrendamiento, o bien en la inversión indirecta a través de la compra de acciones o participaciones en el capital social de otras SOCIMI o entidades extranjeras análogas (conocidas como REIT).

netas positivas de una SII en los meses finales del año. Con la baja anteriormente mencionada, el número de SII cerró el año en tres, con una de ellas en proceso de liquidación que se ha dado de baja ya en el mes de enero de 2020.

IIC extranjeras comercializadas en España

El patrimonio de las IIC extranjeras continuó en expansión en 2019, rozando los 179.000 millones a finales de año, lo que supone un 36,4 % del patrimonio total de las IIC comercializado en España.

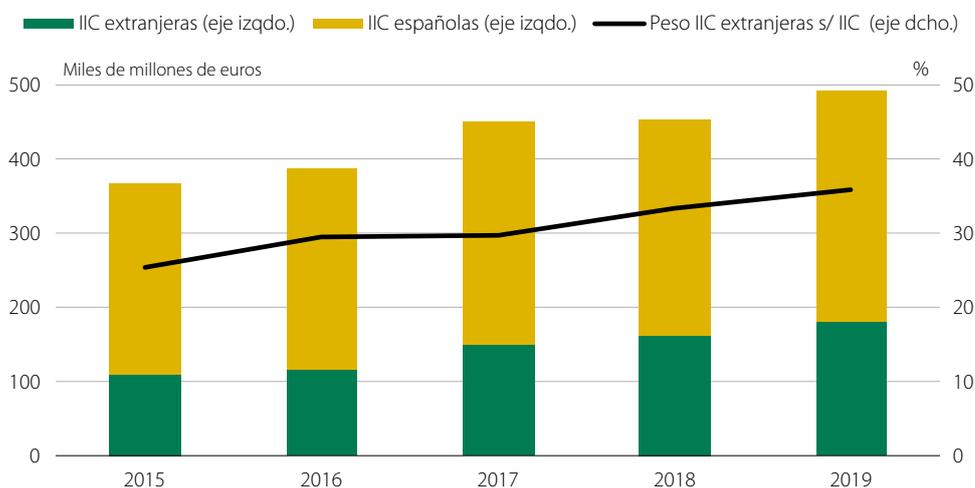
El número de IIC extranjeras registradas en la CNMV aumentó en 9 durante 2019, hasta un total de 1.033 vehículos (399 fondos y 634 sociedades).

El volumen de las IIC extranjeras comercializadas en España ha aumentado de forma constante y elevada durante los últimos años, habiéndose multiplicado prácticamente por 10 desde 2008. Así, se ha pasado de los 18.000 millones de euros de finales de 2008 a los 178.842 millones en diciembre de 2019. El aumento registrado en 2019 fue de 16.506 millones de euros, un 10,2 % más que en 2018⁴⁶. Como se puede observar en el gráfico 20, este fuerte 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 36,4 % al cierre del año.

En línea con la tendencia de los últimos años, el número de IIC extranjeras registradas en la CNMV aumentó durante en 2019 en 9 entidades (11 en 2018), por lo que al cierre del ejercicio había un total de 1.033 vehículos de este tipo (399 fondos y 634 sociedades). Este avance se debió exclusivamente, como ya venía sucediendo, al elevado número de altas producidas en las sociedades de inversión, ya que el número de fondos se redujo en 30. Por país de origen, se observa que en 2019 la mayoría de las altas correspondieron, al igual que en ejercicios anteriores, a vehículos procedentes de Luxemburgo e Irlanda, con 15 y 20 más, hasta situarse en 462 y 220, respectivamente. Por el contrario, el número de vehículos franceses con inversiones en nuestro país registró un retroceso de 41, hasta los 222.

Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

46 Cabe mencionar que con la entrada en vigor de la Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional de Valores, en la que se establece la obligación a todos los comercializadores de IIC extranjeras de remitir a la CNMV la máxima información posible del 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.

Perspectivas

La evolución de la industria de la inversión colectiva en 2019 y los primeros meses de 2020 parecía indicar que, aunque a ritmos moderados, continuaba la expansión iniciada en 2013, tanto por lo que respecta a los vehículos nacionales como a la inversión procedente de vehículos extranjeros. La crisis desencadenada en un periodo de tiempo tan breve ha supuesto una reversión de esta tendencia, cuya duración es difícil de pronosticar. En la actualidad es prioritario garantizar que las sociedades gestoras valoren correctamente los activos de las carteras de sus fondos y que atiendan con normalidad las peticiones de reembolsos que reciban utilizando, si fuera necesario, las diferentes herramientas de gestión de liquidez disponibles⁴⁷. La CNMV ha recordado a las gestoras la posibilidad de valorar los activos al *bid price* y de utilizar el *swing pricing*. Por el momento no se han producido incidencias para atender los reembolsos ni ninguna suspensión de estos, como sí ha ocurrido en casos puntuales en otros países de la UE. Con todo, la CNMV realiza un seguimiento especial de las gestoras con mayor exposición a activos menos líquidos o de menor calidad crediticia.

A medio plazo, la evolución del patrimonio de esta industria dependerá de la severidad de la crisis y de las necesidades de liquidez de los inversores. Lo más probable es que las decisiones relacionadas con la inversión o desinversión en estos productos no estén tan vinculadas con cuestiones puramente financieras (nivel de los tipos de interés, evolución de los mercados, etc.), sino que vengan más determinadas por el grado de disminución de la riqueza y de las rentas de los agentes y, en consecuencia, de su necesidad de deshacer determinadas posiciones en todo tipo de activos conforme avance la recuperación económica.

4.2 Prestación de servicios de inversión

En España pueden prestar servicios de inversión diversos tipos de entidades, entre las que destacan, por un lado, las de crédito y, por otro, las sociedades y agencias de valores. Las primeras son, con notable diferencia, las principales proveedoras de estos servicios 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 segundas 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 15). Además de estas entidades, prestan servicios de inversión específicos las empresas de asesoramiento financiero (EAF) y las sociedades gestoras de cartera (SGC).

La expansión de la industria ha sufrido un giro inesperado en marzo tras el desencadenamiento de la crisis, siendo prioritario que las gestoras valoren correctamente los activos y atiendan los reembolsos con normalidad.

A medio plazo las necesidades de liquidez de los agentes dirigirán los flujos de inversión en estos productos, sin que se puedan descartar nuevos aumentos de los reembolsos.

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.

47 Estas herramientas se han revisado recientemente para incorporar la posibilidad de que las sociedades gestoras puedan, si lo consideran necesario, establecer periodos de preaviso en los reembolsos aunque esta posibilidad no esté incorporada en el folleto del fondo. La CNMV también puede adoptar esta medida.

Millones de euros

	Sociedades y agencias de valores ¹	Entidades de crédito ² (EE. CC.)	Total	% EE. CC./total
Total servicios de inversión	381	3.409	3.790	89,9
Colocación y aseguramiento de valores	9	294	304	96,9
Tramitación y ejecución de órdenes	188	478	666	71,8
Gestión de carteras	30	474	504	94,1
Asesoramiento en materia de inversión	38	577	614	93,9
Comercialización de IIC	116	1.585	1.702	93,2
Total servicios auxiliares	197	889	1.087	81,8
Administración y custodia	44	643	687	93,7
Otros servicios auxiliares	154	246	400	61,5

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Incluye sociedades gestoras de cartera.

2 Incluye sucursales de entidades de crédito comunitarias.

La CNMV ejerce labores de supervisión en relación con el cumplimiento de las normas de conducta sobre todas ellas y además, en el caso de las sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras de cartera y entidades de asesoramiento financiero, realiza una supervisión prudencial.

En este epígrafe se presenta con detalle la evolución de la actividad y la situación económico-financiera de las entidades cuya supervisión —tanto en lo relativo a la vertiente prudencial como al cumplimiento de las normas de conducta— corresponde a la CNMV, que son las sociedades y agencias de valores, las sociedades gestoras de cartera⁴⁸ y las entidades de asesoramiento financiero. También se ofrece información sobre la actividad de prestación de servicios de inversión por parte de las entidades de crédito que están autorizadas para ello y sobre las que la CNMV realiza labores de supervisión respecto al cumplimiento de las normas de conducta en el mercado y en relación con los clientes.

Entidades de crédito

El número de entidades de crédito nacionales registradas en la CNMV se situó en 112 a finales de 2019, 2 menos que en 2018, mientras que el número de entidades extranjeras en disposición de prestar servicios de inversión era de 476, 15 más.

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 112 a finales de 2019, 2 menos que en 2018⁴⁹. Se puede considerar que este ligero descenso sigue guardando relación con el efecto de consolidación derivado del proceso de reorganización del sector bancario a raíz de la crisis financiera. 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 476, 15 más que el año anterior. De ellas, 419 entidades operaban en régimen de libre prestación de servicios y 57, a través de sucursales. Casi todas estas entidades procedían de otros Estados miembros de la Unión Europea (469 entidades).

48 Con respecto a estas últimas, al cierre de 2019 una sola entidad estaba registrada en la CNMV, la misma que al finalizar 2018. Debido a la menor relevancia de este tipo de entidades con respecto a las demás, no se les dedica un epígrafe específico.

49 Cabe señalar que en 2019, de las 112 entidades de crédito registradas, solo 101 se pueden considerar activas en la prestación de servicios de inversión.

Ingresos de las entidades de crédito¹ por la prestación de servicios de inversión y comercialización de productos financieros no bancarios

CUADRO 16

Millones de euros

	2016	2017	2018	2019	% s/total comisiones EE. CC.
Por servicios de inversión	1.501	1.737	1.719	1.823	12,0
Colocación y aseguramiento de valores	208	281	216	294	1,9
Tramitación y ejecución de órdenes	536	565	504	478	3,2
Gestión discrecional de carteras	286	382	410	474	3,1
Asesoramiento en materia de inversión	471	508	588	577	3,8
Por servicios auxiliares	777	879	952	889	5,9
Administración y custodia	621	649	663	643	4,2
Elaboración de informes y análisis financieros	112	148	183	133	0,9
Otros servicios auxiliares	44	82	106	113	0,7
Por comercialización de productos financieros no bancarios	3.632	3.725	4.208	4.083	26,9
Instituciones de inversión colectiva	1.611	1.808	1.674	1.585	10,4
Fondos de pensiones	520	498	892	939	6,2
Seguros	1.446	1.330	1.507	1.437	9,5
Otros	55	90	135	122	0,8
Total	5.910	6.341	6.879	6.796	44,8
Pro memoria:					
Por servicios de valores y comercialización de IIC	3.890	4.423	4.345	4.298	28,3
Ingresos totales por comisiones	13.486	14.295	14.928	15.176	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.

El cuadro 16 muestra los ingresos de las entidades de crédito procedentes de la prestación de servicios de inversión de valores y de la comercialización de fondos de inversión y otros productos financieros no bancarios⁵⁰. Como se observa en el cuadro, el importe agregado de las comisiones percibidas por la prestación de servicios de inversión y comercialización de IIC se redujo un 1,1 % en 2019, hasta situarse en 4.298 millones de euros. La prestación de servicios de inversión supuso unas comisiones de 1.823 millones de euros para las entidades de crédito, un 6,1 % más que en 2018. Sin embargo, el comportamiento de los ingresos por los diferentes servicios de inversión fue desigual. En particular, aumentaron de forma notable las comisiones por colocación y aseguramiento de valores (36,0 %) y por gestión discrecional de carteras (15,7 %). En cambio, disminuyeron los ingresos por la tramitación y ejecución de órdenes y por asesoramiento en materia de inversión, un 5,2 % y un 2,0 % respectivamente. Esta última actividad, que había registrado un impulso significativo en 2018 como consecuencia de la puesta en práctica de la regulación MiFID II, tendió a normalizarse en 2019 y, de hecho, habría experimentado un ligero aumento en el año si se corrigiera una incorrecta clasificación de ingresos que se produjo en 2018 por parte de una entidad. Por su

El importe de las comisiones percibidas por la prestación de servicios de valores y comercialización de IIC se redujo un 2,1 % en 2019, aunque en algunos segmentos particulares, como la gestión de carteras, se registraron avances.

50 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. Este cambio contable hace que la comparación de los datos del año 2016 con los de 2017, 2018 y 2019 se realice sobre una base no homogénea.

parte, el descenso observado en los ingresos por tramitación y ejecución de órdenes podría estar relacionado con el hecho de que una parte cada vez más relevante de la negociación sobre valores españoles tiene lugar en mercados extranjeros.

Los ingresos recibidos por servicios auxiliares, entre los que destaca la administración y custodia, experimentaron una disminución del 6,3 %.

En cuanto a las comisiones por servicios auxiliares relacionados con la prestación de servicios de inversión, las entidades de crédito percibieron 889 millones de euros, lo que representa un descenso del 6,6 % con respecto a 2018. De entre estos servicios, destaca el servicio de administración y custodia, que supone el 72 % del total y que sufrió un 2,9 % de descenso respecto al ejercicio anterior.

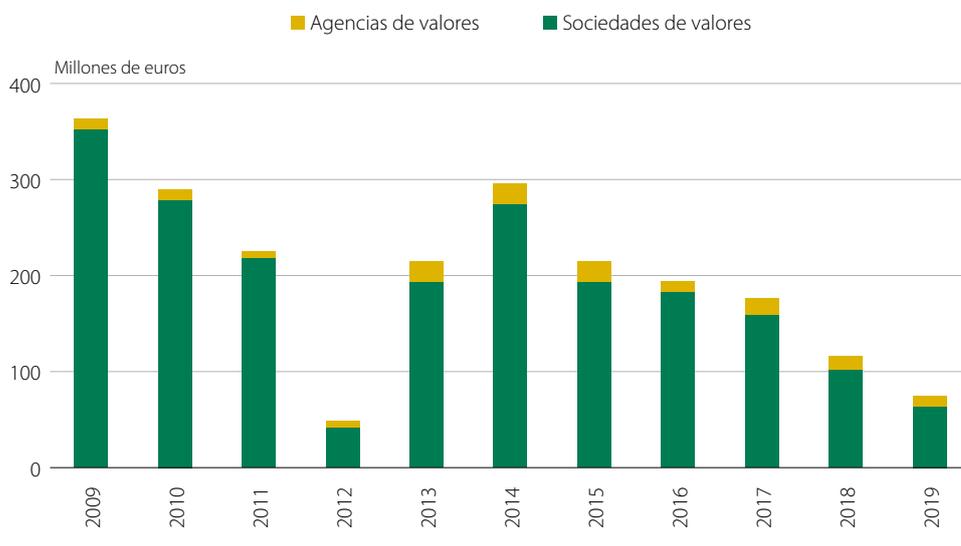
Sociedades y agencias de valores

En 2019 las sociedades y agencias de valores siguieron reorientando su modelo de negocio y, a pesar de registrar un aumento en el número de entidades, el beneficio agregado antes de impuestos descendió un 35 %, hasta los 75,5 millones de euros.

En 2019 la actividad de las sociedades y agencias de valores se siguió viendo lastrada por la creciente competencia de las entidades de crédito en la prestación de servicios financieros y el desplazamiento de parte de la negociación de las bolsas españolas hacia otras plataformas de negociación establecidas fuera del territorio nacional. El número de entidades registró un incremento, pero no así sus resultados, que experimentaron un descenso del 35,2 %, hasta los 75,5 millones de euros. La disminución se produjo tanto en las sociedades como en las agencias de valores, observándose una cierta polarización entre las entidades, puesto que la disminución de los beneficios fue compatible con un retroceso, también, del número de entidades en pérdidas. Estas entidades, que en los últimos años han ido reorientando su negocio desde actividades tradicionales como la ejecución y tramitación de órdenes hacia otros servicios de inversión, se enfrentan a un nuevo periodo de crisis con las dificultades que ello conlleva y que fueron patentes en la crisis anterior.

Resultados agregados de las ESI antes de impuestos¹

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

¹ Excepto las EAFI y las SGC.

A finales de 2019 estaban registradas en la CNMV un total de 95 sociedades y agencias de valores, 4 más que en 2018, lo que parecía apuntar al fin de la reestructuración del sector tras la última crisis.

A finales de 2019 estaban registradas en la CNMV un total de 95 sociedades y agencias de valores, 4 más que a finales de 2018, como consecuencia de 8 altas y 4 bajas. De las primeras, 7 correspondieron a agencias de valores independientes y la restante es una sociedad de valores que se constituyó para la gestión de un

sistema multilateral de negociación especializado en deuda soberana europea y derivados. Este aumento de entidades podría valorarse como un signo positivo para el sector, tras el importante y largo proceso de ajuste que comenzó con la crisis financiera. Sin embargo, es conveniente señalar que el escenario de crisis que se ha desencadenado en la actualidad podría volver a situarlo en un nuevo proceso de ajuste.

Como es habitual, la mayoría de las entidades que prestaban servicios en la Unión Europea lo hacían bajo la modalidad de libre prestación de servicios, concretamente 50 (1 más que al cierre de 2018) y tan solo 6 entidades mantenían sucursales en otros países (1 menos que en 2018). Por su parte, el número de entidades extranjeras que prestan servicios de inversión en España continuó creciendo en 2019, tanto en la modalidad de libre prestación de servicios, que aumentó de 2.894 a 3.020, como mediante sucursal, que lo hizo de 61 a 65 (algo más de la mitad de estas últimas estaban radicadas en el Reino Unido).

Como se aprecia en el cuadro 17 las sociedades de valores experimentaron un descenso de su beneficio agregado antes de impuestos del 37,4 %, hasta los 65 millones de euros. A ello contribuyeron todas las partidas salvo la del resultado de inversiones financieras y la de otros productos y cargas de explotación. En particular, fue notable el descenso de los ingresos por margen de intereses (-48,5 %). Por su parte, la caída de los ingresos por comisiones netas fue del 5,5 %, 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, que continuaron siendo las más importantes, aumentaron un 2,7 % con respecto al año anterior. Este ligero aumento se debió a la contribución de una sociedad perteneciente a una entidad de crédito extranjera. Como consecuencia del *brex*it, esta sociedad trasladó a España parte de su actividad, que consiste principalmente en la tramitación y ejecución de órdenes de clientes. En cuanto al resto de comisiones, resulta significativo el descenso de las percibidas por colocación y aseguramiento de valores (-20,2 %) y el aumento de las provenientes del asesoramiento en materia de inversión (114,7 %). En el caso de estas últimas, el incremento podría estar vinculado al proceso de adaptación del mercado a la regulación MiFID II. Las comisiones satisfechas, por su parte, aumentaron de forma notable (25,0 %).

Por su parte, los gastos de explotación de las sociedades de valores se mantuvieron prácticamente estables, si bien las dos subpartidas que los componen se comportaron de forma dispar. En este ejercicio el descenso del margen bruto se tradujo en una reducción del resultado de explotación (-34,8 %), que pasó de 85,8 millones de euros en 2018 a 56,0 millones en 2019. El resultado antes de impuestos cayó un 37,4 % y se situó en 65,0 millones de euros debido a la existencia de «otras ganancias» por valor de 9 millones de euros. Como ha venido sucediendo en los últimos años, un reducido número de sociedades generó la mayor parte de los beneficios de este subsector. En concreto, 4 sociedades de valores acumularon el 75,7 % sobre el total de los resultados de las sociedades con beneficios, lo que indica una mayor concentración que en años precedentes.

50 de ellas operaban en la UE bajo la modalidad de libre prestación de servicios y 6 mediante sucursales.

El beneficio de las sociedades de valores se redujo un 37,4 % en 2019, hasta los 65 millones de euros, un descenso al que contribuyeron la mayoría de las partidas de la cuenta de pérdidas y ganancias.

Como en años anteriores un número reducido de entidades generó la mayor parte de los beneficios de este sector.

Miles de euros

	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	dic.-18	dic.-19	% var.	dic.-18	dic.-19	% var.
1. Margen de intereses	73.969	38.125	-48,5	1.583	1.252	-20,9
2. Comisiones netas	296.037	279.650	-5,5	135.782	130.293	-4,0
2.1. Comisiones percibidas	414.595	427.813	3,2	156.624	150.842	-3,7
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	160.320	164.606	2,7	20.018	23.194	15,9
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	11.090	8.849	-20,2	1.120	580	-48,2
2.1.3. Depósito y anotación de valores	42.958	42.643	-0,7	824	879	6,7
2.1.4. Gestión de carteras	13.505	15.102	11,8	15.412	14.890	-3,4
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	9.562	23.400	144,7	25.725	14.183	-44,9
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	543	1.302	139,8	0	0	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	55.483	53.506	-3,6	63.821	62.866	-1,5
2.1.9. Otras	121.134	118.406	-2,3	29.704	34.251	15,3
2.2. Comisiones satisfechas	118.558	148.163	25,0	20.842	20.549	-1,4
3. Resultado de inversiones financieras	27.088	29.452	8,7	-51	910	-
4. Diferencias de cambio netas	283	117	-58,7	85	75	-11,8
5. Otros productos y cargas de explotación	16.331	28.949	77,3	-364	1.119	-
MARGEN BRUTO	413.708	376.293	-9,0	137.035	133.648	-2,5
6. Gastos de explotación	315.951	316.406	0,1	121.611	120.787	-0,7
7. Amortizaciones y otras dotaciones	11.267	3.265	-71,0	3.381	3.542	4,8
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	653	644	-1,4	12	35	191,7
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	85.837	55.978	-34,8	12.031	9.284	-22,8
9. Otras ganancias y pérdidas	18.016	9.033	-49,9	501	1.159	131,3
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	103.853	65.011	-37,4	12.532	10.443	-16,7
10. Impuesto sobre beneficios	12.082	10.483	-13,2	5.073	4.280	-15,6
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	91.771	54.528	-40,6	7.459	6.163	-17,4
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	91.771	54.528	-40,6	7.459	6.163	-17,4

Fuente: CNMV.

Las agencias de valores, que no pueden realizar actividades de inversión por cuenta propia, experimentaron un descenso de los beneficios antes de impuestos del 16,7 % en 2019 hasta los 10,4 millones de euros.

Las agencias de valores, por su parte, obtienen ingresos mayoritariamente de la prestación de servicios a terceros porque no pueden realizar actividades de inversión por cuenta propia. Una parte de las agencias obtiene el grueso de sus ingresos de la tramitación y ejecución de órdenes, pero la mayoría de ellas ha tendido a especializarse en determinados servicios como la comercialización de IIC o la gestión de carteras. Las entidades independientes predominan en este subsector, 50 agencias de un total de 56 lo son. Pues bien, el resultado agregado antes de impuestos de las agencias de valores descendió un 16,7 % en 2019, hasta situarse en 10,4 millones de euros. El deterioro de los resultados se debió a unos menores ingresos, fundamentalmente por comisiones percibidas, y a unos costes que se mantuvieron prácticamente estables.

Los ingresos percibidos por comisiones descendieron en su conjunto pero la evolución no fue homogénea entre las diferentes partidas.

Dentro de los ingresos por comisiones (brutas), que en conjunto disminuyeron un 3,7 %, destacaron por su avance la partida de ingresos por tramitación y ejecución de órdenes (15,9 %) y de las comisiones catalogadas como «otras» (15,3 %). Por el contrario, se registró un importante descenso en los ingresos por asesoramiento en

materia de inversión (-44,9 %), si bien es cierto que esta partida había experimentado un importante incremento durante 2018 (122,3 % con respecto a 2017). El resto de las comisiones no mostraron grandes variaciones: las comisiones de comercialización de IIC descendieron un 1,5 % y las de gestión de carteras lo hicieron un 3,4 %.

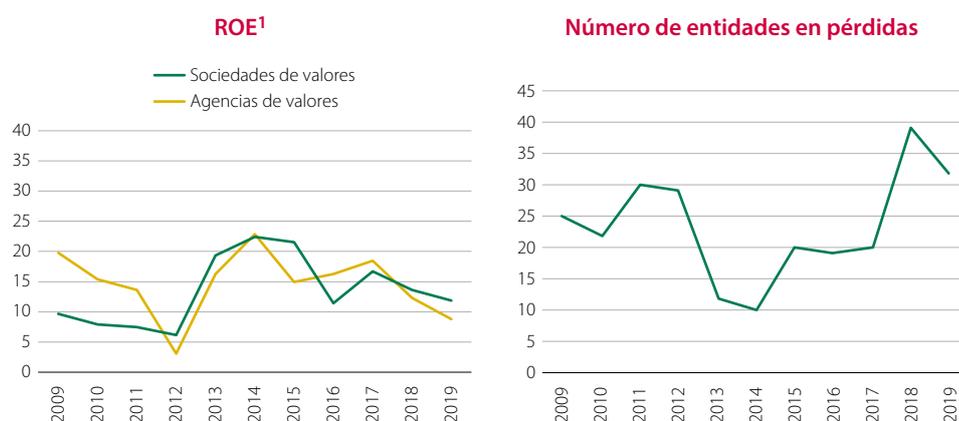
La disminución de los ingresos por comisiones de las agencias de valores tuvo su reflejo en un pequeño descenso de las comisiones satisfechas a terceros (-1,4 %). Como consecuencia del comportamiento de los ingresos por comisiones, el margen bruto agregado presentó un retroceso del 2,5 % hasta situarse en 133,6 millones de euros. Por su parte, los gastos de explotación apenas experimentaron variación con respecto a 2018 (-0,7 %). La conjunción de unos menores ingresos y unos gastos de explotación relativamente invariables hizo que el resultado neto de explotación fuera de 9,3 millones de euros, lo que supone un 22,8 % menos que en 2018.

La rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del sector experimentó un retroceso durante el ejercicio, al pasar del 12,3 % al 9,2 %, como consecuencia del comportamiento desfavorable de los resultados. Esta contracción se produjo tanto en las sociedades como en las agencias de valores, aunque fue mayor en las primeras, cuyo ROE se redujo más de 3 puntos porcentuales hasta situarse en el 8,9 %. En el caso de las agencias de valores, la ratio descendió del 13,5 % al 12,1 % (véase panel izquierdo del gráfico 22).

El descenso de los ingresos, junto con una cierta estabilidad en los gastos de explotación, hizo que el resultado neto de explotación descendiera un 23 %, hasta los 9,3 millones de euros.

El descenso de los beneficios de las ESI volvió a dar lugar a una caída notable de su rentabilidad.

ROE antes de impuestos de las ESI y número de entidades en pérdidas GRÁFICO 22



Fuente: CNMV.

1 ROE calculado con resultados antes de impuestos.

El descenso de los beneficios afectó de forma desigual a las compañías, pues no impidió una disminución en el número de entidades en pérdidas. Así, en 2019, 13 sociedades de valores y 19 agencias de valores obtuvieron resultados negativos antes de impuestos, 5 y 2 entidades menos, respectivamente, que al cierre de 2018. El importe acumulado de las pérdidas aumentó un 3,9 % en el caso de las sociedades, hasta los 29,9 millones de euros, y un 3,7 % para las agencias de valores, hasta los 11,3 millones.

El descenso de los beneficios no fue homogéneo entre las entidades pues el número de ellos en pérdidas experimentó un descenso, aunque el volumen de las pérdidas se incrementó.

El sector en su conjunto continuó exhibiendo unos niveles relativos de solvencia elevados durante 2019: a finales de año el margen de recursos propios era 4,9 veces superior al volumen de recursos exigibles, cuando a finales de 2018 esta cifra era sensiblemente inferior, en concreto, 4,3. En términos absolutos esta holgura es poco

Los niveles de solvencia del sector siguieron siendo elevados en 2019 y mayores en las sociedades de valores respecto a las agencias.

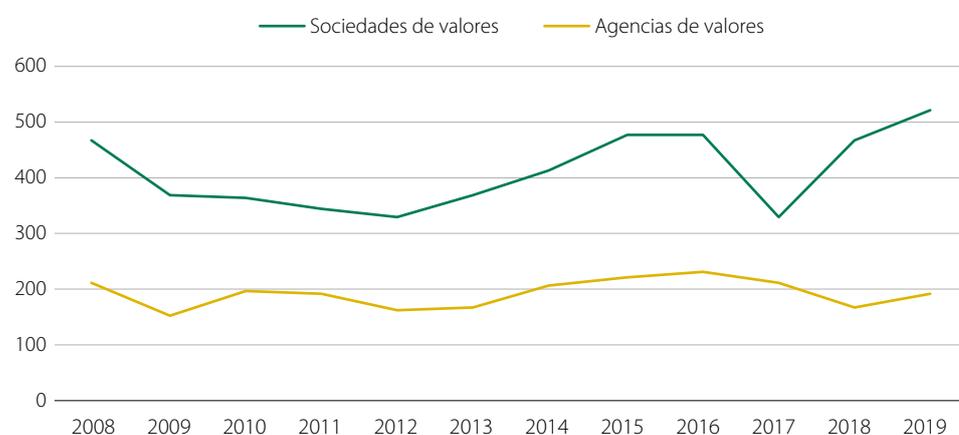
relevante por tratarse de importes reducidos. Como es habitual, este margen fue, en general, mayor en las sociedades de valores que en las agencias de valores. Así, mientras que para las primeras el margen de cobertura agregado se situó en torno a 5,2, para las segundas se mantuvo en 1,9 (véase gráfico 23).

A finales de marzo la CNMV anunció su decisión de intervenir una agencia de valores, al haber sido informada de un desfase patrimonial derivado de una incidencia relacionada con la gestión de derivados.

Finalmente, cabe señalar que a finales de marzo la CNMV anunció el acuerdo sobre la intervención de Esfera Capital, Agencia de Valores, S. A., tras haber sido informada por la propia entidad de un desfase patrimonial derivado de una incidencia relacionada con la gestión de las posiciones en derivados de un número limitado de clientes. La medida, que se adopta de acuerdo con la modalidad de mera intervención (no de sustitución de administradores), se tomó a petición de la entidad. Esta entidad está considerando diversas opciones para resolver la situación, que —siempre de acuerdo con la información por ella facilitada— podría tener un impacto patrimonial máximo de aproximadamente seis millones de euros.

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 volumen de patrimonio asesorado por las EAF se redujo un 31,7 % en 2019, hasta los 21.600 millones de euros, al igual que el número de entidades, que cerró el año en 140. La mayor pérdida de clientes correspondió a las contrapartes elegibles.

El número de empresas de asesoramiento financiero (EAF) se contrajo en 2019, al pasar de 158 a 140, con lo que se repite la tendencia de los últimos 2 años. El volumen de patrimonio asesorado, que sí había crecido en los ejercicios anteriores a pesar del descenso del número de entidades, disminuyó con fuerza durante 2019 y se situó en 21.628 millones de euros, un 31,7 % menos que en 2018 (véase cuadro 18). Si bien tanto el patrimonio procedente de clientes minoristas como de profesionales y contrapartes elegibles⁵¹ (epígrafe «Otros») se contrajo, fue el de estos últimos el que experimentó un mayor descenso, lo que también se vio reflejado en el número de clientes asesorados: de 91 a finales de 2018 se pasó a 29 al cierre de 2019. Esto hizo que la distribución patrimonial se modificara de forma sustancial a favor de los clientes minoristas, que pasaron de representar el 32,5 % del patrimonio gestionado al 38,4 %.

51 Contraparte elegible es la clasificación que la MiFID otorga típicamente a bancos, otras instituciones financieras y gobiernos, y se corresponde con la categoría que precisa de un menor nivel de protección.

El descenso del volumen de activos gestionado se tradujo en una disminución de los ingresos por comisiones de un 9,7 %, hasta los 56 millones de euros. Tanto las comisiones percibidas procedentes directamente de sus clientes como las correspondientes a otras entidades se contrajeron durante el año en el mismo porcentaje, situándose en 45,4 y 9,8 millones de euros, respectivamente.

Los ingresos por comisiones cayeron un 9,7 %, tanto por la disminución de las comisiones percibidas de sus clientes como de aquellas procedentes de otras entidades.

Principales magnitudes de las empresas de asesoramiento financiero

CUADRO 18

Miles de euros

	2017	2018	2019	% var. 19/18
NÚMERO DE ENTIDADES	171	158	140	-11,4
PATRIMONIO ASESORADO¹	30.790.535	31.658.460	21.627.677	-31,7
Cientes minoristas	9.096.071	10.281.573	8.313.608	-19,1
Cientes profesionales y otros	21.694.464	21.376.887	13.314.069	-37,7
NÚMERO DE CLIENTES¹	6.775	6.524	6.458	-1,0
Cientes minoristas	6.321	5.997	6.025	0,5
Cientes profesionales	359	436	404	-7,3
Otros	95	91	29	-68,1
INGRESOS POR COMISIONES²	65.802	62.168	56.128	-9,7
Comisiones percibidas	65.191	61.079	55.258	-9,5
De clientes	51.475	50.247	45.432	-9,6
De otras entidades	13.716	10.832	9.827	-9,3
Otros ingresos	611	1.088	870	-20,0
PATRIMONIO NETO	32.803	33.572	32.746	-2,5
Capital social	8.039	6.894	5.522	-19,9
Reservas y remanentes	13.317	15.386	17.525	13,9
Resultado del ejercicio	11.361	10.626	7.889	-25,8
Resto de fondos propios	86	666	1.809	171,6

1 Datos al final del periodo a valor de mercado.

Una visión complementaria de las entidades que prestan servicios de inversión

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 realiza atendiendo al tipo de entidad que realiza dicha actividad: entidad de crédito, ESI o 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 se realiza por parte de bancos que se podrían denominar comerciales, cuyos ingresos provienen mayoritariamente (más de dos tercios de ellos) de la prestación de servicios bancarios típicos (depósitos, préstamos...) y qué parte la realizan entidades que se

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...

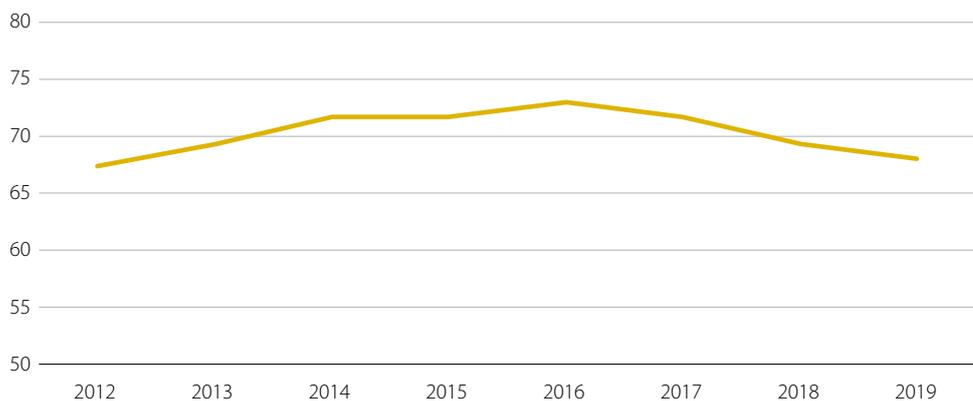
pueden considerar especializadas en la prestación de servicios de inversión. Este último grupo de entidades estaría formado por ESI y SGIIC independientes, es decir, no filiales de grupos bancarios comerciales y por bancos especializados en la provisión de servicios de inversión. Entre estos últimos estarían entidades como Allfunds, Banco Inversis, Cecaban y Renta 4.

... el 70 % de los ingresos relacionados con esta actividad lo perciben bancos comerciales tradicionales o entidades que pertenecen a sus grupos.

Pues bien, como se observa 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 algo inferior al 70 % del total en 2019, mientras que el resto fue desarrollado por entidades financieras especializadas en la prestación de servicios de inversión y sin vinculación con la banca comercial. Esta proporción se ha mantenido relativamente estable en los últimos años en torno al 70 %, si bien se aprecia un leve descenso desde 2016, año en que alcanzó un máximo del 73 %.

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

Las perspectivas a medio plazo para los intermediarios financieros son más inciertas en el contexto de crisis que se acaba de desencadenar y que podría dar lugar a un nuevo proceso de reestructuración en el sector.

Las perspectivas para los intermediarios financieros no bancarios son más inciertas que en ediciones anteriores de este informe, al igual que las de otros participantes en los mercados financieros, como consecuencia de la fuerte crisis que se ha desencadenado en las últimas semanas. En los últimos años se ha observado un aumento de la competencia en la prestación de servicios de inversión que ha dado lugar a un cierto cambio en el modelo de negocio de las sociedades y agencias de valores, en el que su principal negocio tradicional, la intermediación en los mercados de valores, tiende a tener cada vez menos peso, mientras que las actividades de comercialización y de gestión y asesoramiento a terceros son cada vez más importantes. El desplazamiento de la negociación de valores españoles hacia otros centros de negociación distintos de los de origen también ha podido influir en este cambio. En el contexto actual de crisis,

está por ver si esta competencia se incrementa y si es posible que se desencadene un nuevo proceso de reorganización del sector, semejante al que aconteció tras la última crisis financiera y que dio lugar a un descenso notable del número de entidades.

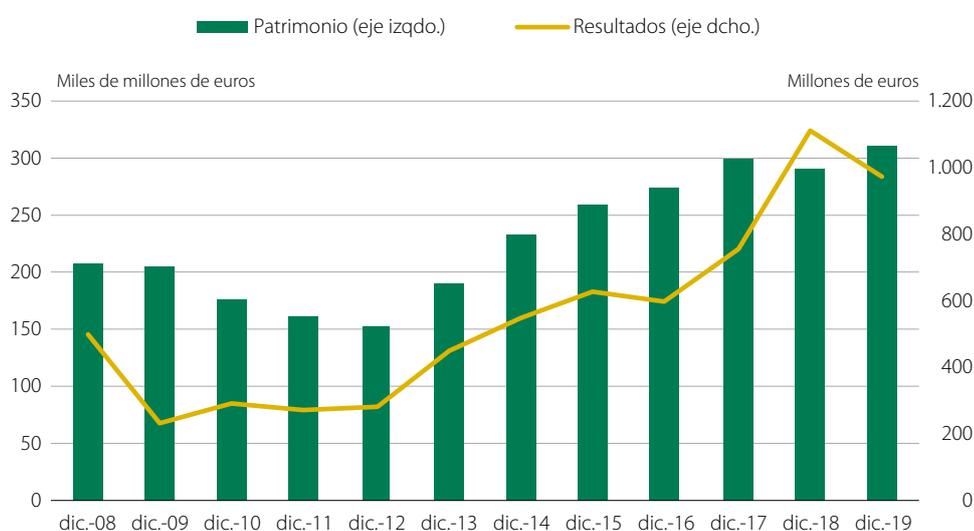
4.3 Sociedades gestoras de IIC

Al cierre de 2019 había un total de 123 SGIIC registradas en la CNMV, 4 más que al cierre de 2018, después de las 7 altas y 3 bajas producidas a lo largo del año. Esta tendencia al alza, iniciada en 2016, deja atrás el proceso de reestructuración del sector, durante el cual se redujo notablemente el número de SGIIC que operaban en España. De esta manera se han recuperado las cifras previas a la mencionada reestructuración. El patrimonio gestionado por estas sociedades cerró 2019 con un crecimiento del 7,5 %, hasta situarse ligeramente por encima de los 312.000 millones de euros, después de un año en el que se había interrumpido la tendencia expansiva iniciada en 2013 (véase gráfico 25). Más del 90 % de este aumento tuvo su origen en el segmento de los fondos de inversión mobiliarios, cuyo patrimonio avanzó especialmente por la revalorización de su cartera de inversiones. Por su parte, el grado de concentración del sector continuó siendo elevado en 2019: las 3 mayores gestoras mantenían una cuota conjunta del 42 % del patrimonio total, una cifra similar a la de ejercicios anteriores.

Las SGIIC continuaron la tendencia expansiva de los últimos 3 años, con 4 vehículos más (7 altas y 3 bajas) y un incremento del patrimonio gestionado del 7,5 %, hasta los 312.000 millones de euros.

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

GRÁFICO 25



Fuente: CNMV.

A pesar del incremento del patrimonio gestionado por estas instituciones, sus beneficios agregados antes de impuestos se contrajeron un 13,1 % con respecto a 2018, hasta los 976,4 millones de euros. Este retroceso, no obstante, se explica por un aumento puntual en las comisiones de una sola entidad en 2018, concretamente en lo referente a la gestión de carteras, que dio lugar a un aumento muy elevado de los beneficios agregados totales (véase gráfico 24). Si descontamos las cifras de esta entidad, los beneficios habrían crecido un 2,3 % y si comparamos el beneficio agregado de todas las entidades entre 2019 y 2017, se observa un aumento del 28,5 %.

El resultado de estas entidades se redujo un 13,1 % en 2019 en relación con el año anterior, aunque crecieron un 28,5 % respecto a 2017.

El resultado de estas entidades se redujo un 13,1 % en 2019 en relación con el año anterior, aunque crecieron un 28,5 % respecto a 2017.

Las comisiones netas se redujeron un 8,6 % respecto a 2018, hasta los 1.557 millones de euros, como consecuencia de una disminución de las comisiones satisfechas (-3,0 %) menor que la bajada de las comisiones percibidas (-6,0 %). No obstante, esta última cifra se ve influenciada por el aumento antes mencionado de las comisiones por gestión de carteras de 2018. De esta forma, si se excluyen dichas comisiones del análisis, se puede observar que las comisiones percibidas se mantuvieron en 2019 prácticamente constantes, con un crecimiento del 0,6 %. Esto fue consecuencia, sobre todo, de la estabilidad que presentan las comisiones por gestión de IIC, que son, con diferencia, las más cuantiosas, al suponer cerca del 88 % del total de las comisiones percibidas por las gestoras (el 83 % en 2018). Estas comisiones experimentaron un ligero descenso del 0,4 %, hasta los 2.638 millones de euros, mientras que el año anterior habían crecido un leve 0,1 %. Alcanzaron un importe total equivalente al 0,85 % del patrimonio, por debajo del 0,91 % de finales de 2018, debido posiblemente a la recomposición del patrimonio de los fondos de inversión hacia categorías como la renta fija, que, en general, lleva asociadas unas comisiones menos elevadas que otras categorías con mayores niveles de riesgo. A pesar de la reducción de los beneficios, se produjo un ligero aumento de la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) desde 115,4 a finales de 2018 hasta 120,6 en 2019, a la vez que el número de sociedades en pérdidas disminuyó de 26 a 21 y el volumen de dichas pérdidas pasó de 12,3 millones a 7,8 millones.

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

CUADRO 19

Millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones ¹ (%)
2011	161.481	1.503	0,93	65,6
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	312.072	2.638	0,85	49,8

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 lo largo de 2019 se produjo una importante expansión en el sector del capital riesgo...

A lo largo de 2019 continuó la expansión que se está produciendo en el sector del capital riesgo durante los últimos años, con más fuerza, si cabe, que en ejercicios precedentes. Así, el número de entidades pertenecientes a esta categoría registradas

en la CNMV se incrementó en 101 (89 vehículos de inversión y 12 gestoras), tras producirse 124 altas y 21 bajas.

En cuanto a las entidades de capital riesgo tradicionales⁵², se produjo un total de 68 altas y 12 bajas, por lo que al cierre del año había 210 fondos de capital riesgo (FCR) y 148 sociedades de capital riesgo (SCR). En el caso de las entidades de capital riesgo pyme, se registraron 5 altas y 3 bajas (las primeras desde su creación), hasta alcanzar los 29 vehículos (10 fondos y 19 sociedades) a 31 de diciembre de 2019. También se inscribieron 12 fondos de capital riesgo europeos (FCRE), hasta un total de 20, y 4 fondos de emprendimiento social europeo (FESE), después de que el primero lo hiciera el ejercicio anterior⁵³.

Las entidades de inversión colectiva cerradas también experimentaron un importante dinamismo en 2019, con 17 altas y solamente 2 bajas producidas a lo largo del ejercicio. Así, a 31 de diciembre había un total de 46 vehículos de esta tipología, de los cuales 20 eran fondos (FICC) y 26 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, más restrictivos en el caso de las entidades de capital riesgo.

... que fue generalizada entre los distintos tipos de entidades, afectando tanto a las entidades de capital riesgo tradicionales como a otras figuras relativamente recientes, como los fondos de emprendimiento social europeo (FESE).

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

Altas y bajas en el registro de ECR en 2019

CUADRO 20

	Situación a 31/12/2018	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2019
Entidades				
Fondos de capital riesgo	181	36	7	210
Fondos de capital riesgo pyme	10	3	3	10
Fondos de capital riesgo europeos	8	12	0	20
Fondos de emprendimiento social europeo	1	4	0	5
Sociedades de capital riesgo	121	32	5	148
Sociedades de capital riesgo pyme	17	2	0	19
Total entidades de capital riesgo	338	89	15	412
Fondos de inversión colectiva cerrados	12	8	0	20
Sociedades de inversión colectiva cerradas	19	9	2	26
Total entidades de inversión colectiva cerradas	31	17	2	46
Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC¹)	94	16	4	106

Fuente: CNMV.

1 Denominación que pasa a aplicarse tanto a las antiguas gestoras de entidades de capital riesgo (SGEGR) como a las gestoras de las nuevas entidades de inversión colectiva cerradas.

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

53 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.

Según los datos preliminares de ASCRI, la inversión del sector de capital riesgo creció un 41,2 % en 2019, hasta superar los 8.500 millones de euros. Destacó la intensa actividad de los fondos internacionales, que suelen estar implicados en las operaciones de mayor tamaño.

La inversión en buy-outs representó el 40 % del volumen total invertido con 3.374 millones de euros, mientras que el venture capital creció un 45,9 % y superó los 700 millones.

La inversión pública instrumentalizada a través del fondo FOND-ICO Global continuó siendo relevante, participando en 90 operaciones.

Tras unos primeros años de intensa actividad, el número de plataformas de financiación participativa registradas disminuyó hasta 4 en 2019...

... lo que unido a las 2 primeras bajas hizo que el número total de plataformas en el Registro a finales de año fuera de 28.

Los datos correspondientes a 2019 facilitados por la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI) muestran un crecimiento del sector todavía mayor que en años precedentes, con un volumen de inversión de 8.513 millones de euros, un 41,2 % más que en 2018. Los fondos internacionales siguieron mostrando un elevado interés por el mercado español y concentraron el 80,7 % del volumen total de inversión, con una cifra de casi 6.870 millones de euros repartidos en 115 operaciones; además, tuvieron un protagonismo especial en las operaciones de gran tamaño o *megadeals* (operaciones superiores a 100 millones de euros). Estas grandes operaciones, que fueron 18 en total frente a las 8 de 2018, representaron, en términos de volumen, un 68,4 % de la inversión del sector. Por su parte, las operaciones de *middle market* (entre 10 y 100 millones de euros) también experimentaron un crecimiento significativo: la inversión alcanzó los 1.990 millones de euros, un 27,8 % más que el año anterior, que se repartió en 69 operaciones (63 en 2018).

Desde el punto de vista de la fase de desarrollo del proyecto, destacó la inversión en *buy-outs*⁵⁴, que supusieron casi el 40 % del volumen total invertido, con 3.374 millones de euros repartidos en 71 operaciones. El *venture capital* (fases semilla y arranque), por su parte, se mantuvo muy activo a lo largo del año y experimentó un crecimiento del 45,9 %, con un volumen de inversión de 737 millones de euros acumulado en 517 operaciones (510 en 2018). Estas inversiones, como sucediera en otros ejercicios, estuvieron protagonizadas por los fondos nacionales privados. Por otro lado, en relación con la captación de nuevos fondos para invertir (*fundraising*) por parte de los operadores nacionales privados, se produjo un retroceso del 16,7 % en el volumen invertido en 2019, que se situó en 1.813 millones de euros.

Como en ejercicios anteriores, la iniciativa del ICO, a través de FOND-ICO Global, FCR, tuvo gran relevancia en la captación de nuevos recursos del sector privado, a través de fórmulas de coinversión. En este sentido, se produjeron 90 operaciones protagonizadas por inversores nacionales públicos a lo largo de 2019, 76 de las cuales fueron inversiones en *venture capital*.

Plataformas de financiación participativa (PFP)

En 2019 continuó el descenso en el número de plataformas de financiación participativa registradas durante el año, después de unos primeros ejercicios de intensa actividad en los que, tras la publicación de la Ley 5/2015, muchas de las solicitudes 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.

De esta forma, a lo largo de 2019 se registraron 4 nuevas plataformas (5 en 2018) y se produjeron las 2 primeras bajas, por lo que al cierre del año había un total de 28 en el Registro de la CNMV. Por otra parte, en el transcurso del ejercicio se recibieron 8 solicitudes de inscripción (4 menos que en 2018), mientras que no se denegó ningún proyecto (1 un año antes). Además, desistieron o se dieron por desistidos 5, 8 menos que en 2018.

54 Operaciones apalancadas (inversiones en empresas maduras en las que para la adquisición de participaciones se utiliza deuda externa, además de *equity*) cuyos inversores pertenecen a la propia empresa.

De las 28 plataformas registradas a finales de diciembre, 12 se correspondían con vehículos de valores, 9 eran de préstamos y 7 eran mixtas. En relación con el sector objeto de la inversión, cabe mencionar que 8 de ellas eran inmobiliarias, el doble que en 2018 (1 de valores, 4 de préstamos y 3 mixtas). Además, continuaba habiendo 2 plataformas controladas por sociedades extranjeras.

De todas las PFP, 12 eran de valores, 9 de préstamos y 7 eran mixtas.

Número de PFP registradas

CUADRO 21

Tipo PFP	2018			2019			Total acumulado desde 2015		
	Total	de las cuales		Total	de las cuales		Total	de las cuales ¹	
		Madrid	Barcelona		Madrid	Barcelona		Madrid	Barcelona
Valores	3	1	1	2	1	0	12	5	4
Préstamos	1	1	0	0	0	0	9	6	1
Mixtas	1	0	1	2	1	0	7	4	1
TOTAL	5	2	2	4	2	0	28	15	6

Fuente: CNMV.

- 1 Adicionalmente, en 2016 se registró una PFP con domicilio social en Soria y otra en Valencia. En 2017 se registró una PFP con domicilio social en Santa Cruz de Tenerife y otra en Valencia. En 2018, también se registró una PFP con domicilio social en Bilbao y en 2019, una con domicilio social en Ávila y otra en Las Palmas.

