



Nota de estabilidad financiera

N.º 29 Diciembre 2025

Nota de estabilidad financiera

N.º 29 Diciembre 2025

La Nota de estabilidad financiera se enmarca en las tareas de seguimiento de las condiciones de estabilidad financiera que la CNMV realiza en las áreas que supervisa. En particular, la Nota evalúa el nivel de estrés de los **mercados de valores nacionales durante el último semestre**, señala modificaciones en el nivel de los distintos riesgos financieros e identifica las principales fuentes de riesgo.

Esta publicación está disponible en el sitio web www.cnmv.es

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISSN (edición electrónica): 25030-7827

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

Los mercados de renta variable cerraron el año con revalorizaciones significativas. La cotización del Ibex 35 aumentó casi un 50 %, hasta situarse en 17.300 puntos a final de 2025, el nivel más elevado de toda la serie. Este aumento, mucho más intenso que el de otros índices de referencia, se explicó, en buena medida, por el comportamiento del sector bancario. A pesar de las incertidumbres existentes, los mercados de renta variable mostraron una resiliencia elevada, registrándose un aumento de la negociación de los valores del 40,4 %, en un contexto de volatilidad contenida y buenas condiciones de liquidez. Únicamente se observaron turbulencias reseñables en abril, coincidiendo con los momentos de mayor incertidumbre en materia arancelaria. Por lo demás, en los mercados españoles destacó la puesta en marcha de iniciativas como BME Easy Access, las 3 salidas a bolsa en el año y la recuperación de las ampliaciones de capital (hasta 11.595 millones de euros, un 46 % más que en 2024).

En los **mercados de renta fija, prosiguió el proceso de normalización de la curva de tipos**, con descensos en los rendimientos de la deuda a corto plazo, en sintonía con las decisiones del Banco Central Europeo (BCE) en el año, y ligeros aumentos en los plazos más largos, como consecuencia, en parte, de decisiones que comprometerán el gasto público al alza. El rendimiento del bono soberano español a 10 años finalizó el año en el 3,3 % (23 puntos básicos [p.b.] por encima del nivel de principios de año) y la prima de riesgo respecto al bono alemán descendía hasta 44 p.b. (27 p.b. menos). En el ámbito de los mercados primarios, cabe destacar una recuperación de las emisiones de deuda realizadas en los mercados españoles (un 31,3 %, hasta 89.000 millones de euros), en detrimento de las efectuadas en el exterior (-19,6 %, hasta casi 96.000 millones, datos hasta noviembre). Esta evolución interrumpe la tendencia de los últimos años, pero es preciso ser prudente con estas cifras antes de concluir un cambio de tendencia.

Gestión de activos e inversores

En materia de inversión colectiva, los activos en gestión han vuelto a mostrar máximos históricos hasta un importe de 473.000 millones (nov.-25), debido tanto a las suscripciones de los partícipes como al comportamiento de los mercados, que han impulsado el rendimiento de los activos en cartera. Las entradas de dinero han continuado siendo más elevadas en los fondos de renta fija, que mantienen un cierto atractivo derivado de la subida de tipos en **años previos**. Aunque no es previsible que este atractivo siga aumentando, el nivel de incertidumbre en los mercados puede continuar impulsando la compra de estos productos en los próximos meses. Entre los factores de riesgo que son relevantes para las instituciones de inversión colectiva (IIC), destaca la exposición a las compañías de carácter tecnológico y de inteligencia artificial (IA), por el hecho de que algunas de ellas puedan presentar ciertos signos de sobrevaloración. Al final de este informe se presenta una cuantificación de esta exposición que, entre 2023 y 2025, se ha situado, de media, en el 9,6 % del patrimonio respecto de las compañías tecnológicas, del 5,7 % para las de IA y del 3,3 % para las conocidas como *7 magníficas*.

Los inversores minoristas cerraron el año con un nuevo aumento de la participación en el mercado de renta variable. Así, los datos revelan que estos intervinieron en un 7,6 % de las operaciones de compra de valores del Ibex 35 y en un 11,1 % de las operaciones de venta. Desde la pandemia viene observándose una intensificación de la actividad de estos inversores en los mercados financieros tradicionales y, probablemente, en los mercados de otros activos como las criptomonedas. Aunque los beneficios de esta mayor participación —favorecida por el uso de las nuevas tecnologías— para el desarrollo de los mercados son indudables, también es importante que estos inversores sean plenamente conscientes de las características de los productos que adquieren, de su idoneidad respecto a su perfil y, sobre todo, de los riesgos que pueden afrontar.

Evaluación de riesgos

1 Principales factores de incertidumbre

La valoración de los riesgos geopolíticos se mantiene en niveles muy altos. A pesar de que las incertidumbres en materia comercial habían tendido a reducirse durante los últimos meses, nuevas tensiones han emergido como consecuencia de los acontecimientos ocurridos en Venezuela, así como de otras decisiones o potenciales intenciones de la Administración Trump (como, por ejemplo, con respecto a Irán o Groenlandia). Además, persiste la preocupación por la guerra entre Rusia y Ucrania. Cualquier novedad en estas parcelas podría generar cambios en las expectativas de los agentes y dar lugar a correcciones de precios y espirales negativas en los mercados financieros.

2 Categorías de riesgos financieros

En el ámbito de la evaluación de los riesgos financieros más típicos (de mercado, de liquidez, de crédito y de contagio), hay dos que destacan por encima del resto de forma notable: **el riesgo de mercado y el riesgo de contagio**. Respecto al primero, es complicado cuantificar el grado de sobrevaloración del precio de ciertos activos financieros. Sin embargo, algunos de los indicadores más clásicos a la hora de evaluar este riesgo (por ejemplo, las ratios precio/ beneficios o PER) indican que este es más claro en los mercados estadounidenses (especialmente en sectores como el tecnológico o el de bienes de consumo), pero que también empieza a cobrar cierta relevancia en otros mercados, incluidos los europeos. Este riesgo eleva la sensibilidad de los agentes participantes en los mercados ante la aparición de noticias desfavorables o que modifiquen abruptamente sus expectativas.

Respecto al segundo, es destacable **el riesgo de contagio que se origina por el aumento de las interconexiones entre las diferentes partes del sistema financiero**, dentro de ellas e incluso con otras parcelas en expansión como los criptoactivos. Estas interconexiones, que están creciendo de forma notable en los últimos meses, se producen por relaciones directas entre los participantes, por mantener posiciones comunes en activos con cierta vulnerabilidad e, incluso, por mostrar comportamientos similares en el tiempo. Este riesgo es muy importante, sobre todo en momentos de turbulencias, pues puede propagar efectos negativos y no deseados entre diferentes tipos de activos, agentes, sectores y jurisdicciones de forma muy rápida y potencialmente perjudicial en términos de estabilidad financiera.

3 Riesgos asociados a la intermediación financiera no bancaria (IFNB)

En el ámbito de la IFNB, los análisis habituales sobre los fondos de inversión —las entidades más importantes en esta parcela— siguen sin apuntar a ninguna vulnerabilidad relevante en términos de estabilidad financiera. Así lo indican las **medidas de liquidez** de la cartera de los fondos, que sitúan la proporción de activos muy líquidos en niveles bastante altos (29,8 % del patrimonio), así como las ratios de **apalancamiento**, que continúan siendo muy reducidas (13,2 % de media).

4 Riesgos a medio y largo plazo

La transformación digital ha supuesto una revolución en la forma de operar de las empresas y, en particular, de las entidades financieras. Tecnologías como la banca móvil, los pagos digitales y las finanzas descentralizadas, sumadas al desarrollo de la IA, han ampliado el rango de posibilidades para operar y han permitido automatizar y digitalizar los sistemas. Dentro de las finanzas descentralizadas, el mercado de criptomonedas, tras alcanzar máximos históricos en octubre en términos de capitalización, experimentó una corrección en los últimos meses del año. Todos estos avances, aunque suponen mejoras en cuanto a accesibilidad y eficiencia, no se encuentran exentos de riesgos. En este sentido, la ciberseguridad ha ido aumentando en importancia, ya que el incremento de las operaciones digitales ha acrecentado, en gran medida, la exposición de las entidades a diversos ciberataques, los cuales han ido creciendo en número y sofisticación en los últimos años.

1 Evolución de los mercados financieros

1.1 Nivel de estrés de los mercados

- **El nivel de estrés en los mercados financieros españoles, que se mantuvo en un nivel de riesgo bajo durante todo el segundo semestre de 2025, repuntó en los primeros días de este año, al calor de las nuevas incertidumbres geopolíticas.** El indicador acababa el ejercicio pasado en un valor de 0,12 (véase gráfico 2), el más bajo de todo el año, y alejado del umbral que separa el nivel de estrés bajo del medio (0,27). Todos los segmentos mostraban niveles de estrés reducidos al finalizar el ejercicio, destacando únicamente los segmentos asociados a la renta fija (mercado monetario y mercado de bonos), con un nivel algo mayor. En general, el crecimiento de los precios de los activos en 2025, en un contexto de volatilidad reducida, permitió esta disminución del nivel de estrés. Sin embargo, en los primeros días de 2026 el indicador ha mostrado un repunte hasta un valor de 0,27, al borde del riesgo medio, pues los acontecimientos producidos en Venezuela y otras incertidumbres geopolíticas han elevado la volatilidad en varios activos, como el petróleo o en el ámbito del sector bancario. El nivel de correlación entre los segmentos que conforman el indicador se sitúa en niveles muy elevados.

1.2 Renta variable

- **Los mercados internacionales de renta variable extendieron las revalorizaciones al segundo semestre del ejercicio, lo que llevó a que la mayoría de los índices internacionales cerrasen el ejercicio 2025 en máximos históricos.** Las causas de esta evolución se encuentran en las decisiones de los bancos centrales, el buen comportamiento de los beneficios empresariales, los planes europeos de inversión en defensa e infraestructuras, el renovado impulso de las sociedades vinculadas a la IA y la tecnología, y el apetito de los inversores por el riesgo. Como se observa en el cuadro 1, tras un primer semestre más débil, los índices de EE. UU. y de Japón relevaban a los europeos en cuanto a la intensidad de las revalorizaciones, debido a factores relacionados con la mejora de la actividad económica y, en el primer caso, con las perspectivas de una política monetaria más laxa. A su vez, las bolsas europeas también mostraron un comportamiento alcista, aunque algo más moderado, salvo en los casos de España e Italia, por las dudas sobre la evolución de algunas economías europeas.
- **El balance del ejercicio 2025 muestra revalorizaciones en los índices estadounidenses de entre el 13 % del Dow Jones y el 20,4 % del Nasdaq.** La evolución del primero, con mayor peso de las compañías de la economía tradicional (bancos, petróleo y sector industrial), fue más discreta —al igual que en los últimos ejercicios—, mientras que tanto el S&P 500² como el Nasdaq³ siguieron beneficiándose del interés de los inversores por la IA y los buenos resultados de las compañías tecnológicas. **En el caso de los principales mercados de valores europeos, los avances anuales fueron más intensos, aunque presentaron mayor heterogeneidad (véase cuadro 1).** Así, las ganancias oscilaron entre el 10,4 % del Cac 40 francés (penalizado, en gran medida, por las

² El índice S&P 500 es el más representativo de la economía estadounidense e incluye todos los sectores, desde el tecnológico hasta el financiero, la salud y la industria. De las 10 primeras compañías por ponderación en el índice, 8 son tecnológicas y representan más del 34 % del total.

³ Los grandes valores del Nasdaq acumularon revalorizaciones significativas en 2025, destacando los denominados *siete magníficos* (Amazon, Apple, Alphabet [Google], Meta [Facebook], Microsoft, NVIDIA y Tesla) con revalorizaciones que oscilaron entre el 5,2 % de Amazon y el 65,4 % de Google [38,9 % de NVIDIA]).

firmas del sector automovilístico) y el 49,3 % del Ibex 35 español. Otros índices mostraron avances de entre el 20 % y el 30 % aproximadamente. Los sectores con mayores subidas fueron los de defensa, impulsado por los planes de fuerte aumento del gasto público en seguridad, los bancos y aseguradoras, las compañías energéticas y las del sector tecnológico.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 1

%									
	2022	2023	2024	2025	mar.-25	jun.-25	sep.-25	dic.-25	
Mundo									
MSCI World	19,5	21,8	17,0	19,5	-2,1	11,0	7,0	2,9	
Zona euro									
Eurostoxx 50	-11,7	19,2	8,3	18,3	7,2	1,0	4,3	4,7	
Euronext 100	-9,6	13,3	4,2	18,4	6,8	1,1	5,7	3,7	
Dax 30	-12,3	20,3	18,8	23,0	11,3	7,9	-0,1	2,6	
Cac 40	-9,5	16,5	-2,2	10,4	5,6	-1,6	3,0	3,2	
FTSE Mib	-13,3	28,0	12,6	31,5	11,3	4,6	7,4	5,2	
Ibex 35	-5,6	22,8	14,8	49,3	13,3	6,5	10,6	11,8	
Reino Unido									
FTSE 100	0,9	3,8	5,7	21,5	5,0	2,1	6,7	6,2	
EE. UU.									
Dow Jones	-8,8	13,7	12,9	13,0	-1,3	5,0	5,2	3,6	
S&P 500	-19,4	24,2	23,3	16,4	-4,6	10,6	7,8	2,3	
Nasdaq-Cpte	-33,1	43,4	28,6	20,4	-10,4	17,7	11,2	2,6	
Japón									
Nikkei 225	-9,4	28,2	19,2	26,2	-10,7	13,7	11,0	12,0	
Topix	-5,1	25,1	17,7	22,4	-4,5	7,3	10,0	8,6	

Fuente: LSEG Datastream.

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

- **En España, el Ibex 35 —como ya se ha mencionado— acumuló una revalorización del 49,3 % en 2025, la más elevada de entre los grandes índices internacionales.** El índice cerró el año en 17.307 puntos, alcanzando un nuevo máximo histórico desde 2007⁴. Este comportamiento se explica por el crecimiento de los beneficios empresariales y la evolución positiva de la economía española, pero también es atribuible, en gran medida, a la fuerte revalorización del sector financiero (114,1 %⁵) y su elevada ponderación en el índice (próxima al 40 %). Esta revalorización ha permitido al selectivo español cerrar la brecha de rentabilidad que mantenía con los grandes índices europeos desde el inicio de la pandemia. El avance de las cotizaciones elevó la ratio precio-beneficios (PER) hasta 13,3 veces al cierre del año, igual a su promedio histórico y su valor más elevado desde 2021.

⁴ El Ibex 35 alcanzó su anterior máximo histórico en 15.945,7 puntos el 8 de noviembre de 2007, justo antes del estallido de la crisis financiera.

⁵ En el mismo periodo el índice europeo Stoxx Europe 600 Banks, que incluye las principales entidades financieras de las distintas economías europeas, se revalorizó un 67,3 %.

- **La mayoría de los sectores presentaron revalorizaciones significativas en el segundo semestre del año.** En el conjunto del ejercicio casi todos ellos mostraban ganancias notables, aunque muy desiguales, destacando —como se ha indicado— los avances del sector financiero y, en menor medida, los del sector energético y las compañías del sector industrial y de la construcción. También se observaron retrocesos, como los del sector de la tecnología y las telecomunicaciones, debido al descenso de la cotización de Telefónica. Asimismo, las empresas de pequeña y mediana capitalización presentaron un comportamiento más discreto que el de las grandes, con avances del 29 % y el 16,1 %, respectivamente.
- **El indicador de liquidez del Ibex 35 (medido a través del tamaño del *spread bid-ask*) se mantuvo en niveles satisfactorios en el segundo semestre del año,** mejorando ligeramente respecto al semestre previo gracias al descenso de la volatilidad del mercado.
- **La contratación media diaria del mercado continuo se situó en 1.481 millones de euros en la segunda mitad del año, algo por debajo de los 1.505 millones del primer semestre, pero un 37,2 % más que en el mismo periodo de 2024.** Por su parte, la negociación total de acciones españolas⁶ alcanzó en el segundo semestre 513.094 millones de euros (un 52,3 % más que en el mismo periodo de 2024), para dejar un balance anual de 1,007 billones (un 40,4 % más que en 2024). De este importe, 363.039 millones se contrataron en BME.
- **La actividad del mercado primario de renta variable (ampliaciones de capital) se recuperó en la segunda mitad del año, hasta alcanzar un importe emitido de 8.797,4 millones de euros, más del doble que en el mismo periodo de 2024.** El impulso se debió, en parte, a una ampliación de Iberdrola, superior a 5.000 millones de euros. Asimismo, destacó la salida a bolsa de la compañía Cirsa (453,3 millones de euros), la segunda operación de este tipo tras la incorporación al mercado de Hotelbeds en febrero, así como la de Izertis, procedente de BME Growth. El importe total de las ampliaciones de capital en el año fue próximo a 11.600 millones de euros, un 46 % más que en 2024. También se observaron aumentos en el mercado de empresas en desarrollo BME Scaleup y en Portfolio Stock Exchange, del 8,9 % y el 63 %, respectivamente, hasta alcanzar 1.483,7 y 861,8 millones de euros. Por el contrario, el mercado alternativo BME Growth experimentó caídas (572,3 millones, un 35,3 % menos). A este último solo se incorporó una sociedad en 2025, Redegal (proveniente de BME Scaleup), mientras que en los anteriores se registró una notable actividad emisora, en su mayoría de sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI). Por otro lado, en el marco de las medidas adoptadas para revitalizar los mercados de capitales, la CNMV aprobó una nueva modalidad de salida a bolsa denominada BME Easy Access, que permite a las empresas cotizar en los mercados regulados sin la necesidad de cumplir, de manera inicial, con el requisito de distribución mínima o *free float*.

1.3 Renta fija

- **Los mercados internacionales de deuda mostraron un comportamiento heterogéneo durante el segundo semestre de 2025.** En Europa, los principales países registraron descensos en los rendimientos de los tramos más cortos de la curva, mientras que los tramos largos experimentaron repuntes que alcanzaron, en algunos casos, los máximos de marzo. Esta evolución contribuye a normalizar la pendiente de la curva de tipos. Los

⁶ Información calculada con datos obtenidos del proveedor de información financiera BMLL y datos de BME.

cambios en el rendimiento de la deuda soberana a 10 años oscilaron entre el descenso de 2 p.b. de Italia —único país de entre los grandes que mostró caídas— y el aumento de 49 p.b. de Alemania. Al cierre del año, el rendimiento de los activos con menor rentabilidad se situaba en el 2,85 % en Alemania, el 2,97 % en Países Bajos y el 3,02 % en Irlanda. Por su parte, en España, Italia y Francia los rendimientos se situaron en el 3,29 %, el 3,51 % y el 3,56 %, respectivamente.

En EE. UU., los rendimientos de la deuda soberana descendieron a lo largo de toda la curva, con caídas de entre 20 y 30 p.b. en comparación con el cierre del primer semestre. A final de 2025, el rendimiento del bono soberano a 10 años se situaba en el 4,16 %, 41 p.b. menos que al cierre de 2024.

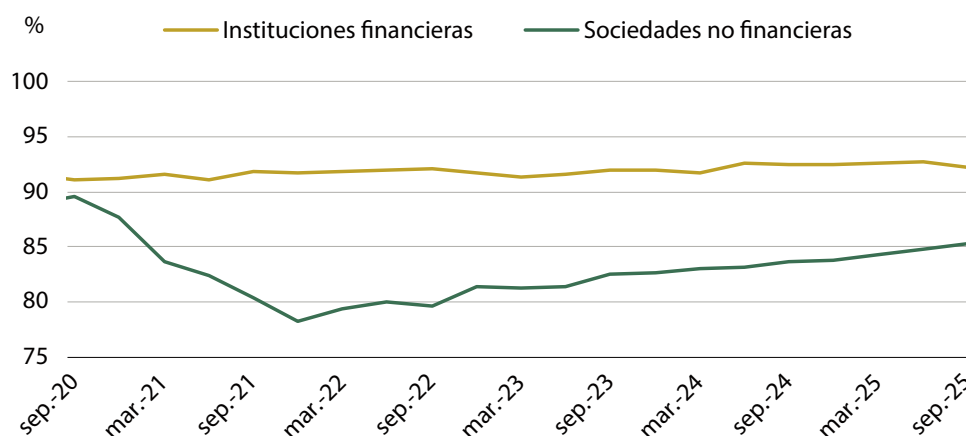
- **En el plano nacional, los tipos de interés de la deuda pública aumentaron ligeramente en el segundo semestre en todos los tramos, si bien el balance anual deja descensos en los vencimientos cortos y aumentos en los largos.** De esta manera, los rendimientos de las Letras a 3, 6 y 12 meses durante el mes de diciembre se situaron, de media, en el 1,96 %, el 1,96 % y el 2,01 %⁷, respectivamente, lo que supone aumentos de 9 p.b., 8 p.b. y 9 p.b. respecto al promedio de junio, y descensos de 61 p.b., 56 p.b. y 18 p.b. con relación a diciembre de 2024. Por otro lado, el bono español a 10 años cerró el ejercicio con un rendimiento del 3,29 %, 12 p.b. más que en el promedio de junio y 38 p.b. por encima del de diciembre de 2024⁸. En el caso de la deuda corporativa, cuya evolución está sujeta a una dispersión mayor por la heterogeneidad de la muestra de emisiones en cuanto a su vencimiento, *rating* y grado de subordinación, se observaron, durante el segundo semestre, aumentos ligeros en los plazos cortos y descensos en los tramos más largos (entre 13 p.b. y 49 p.b.⁹).
- **Las primas de riesgo de la deuda soberana europea mostraron mayoritariamente una tendencia descendente durante el año, como se ha indicado en un epígrafe anterior.** Italia y España fueron los países que registraron los mayores descensos (de 51 p.b. y 27 p.b., respectivamente). **De forma similar a la deuda soberana, la prima de riesgo del sector privado español mantuvo una trayectoria descendente durante el segundo semestre y, en general, en todo 2025.** Esta evolución prolonga la tendencia observada en el ejercicio anterior y que estuvo respaldada, en gran medida, por el buen comportamiento del sector financiero. Así, la media de las permutas financieras sobre riesgos e impagos de deuda (CDS) del subsector financiero se situó en 42 p.b. a final de diciembre, 12 p.b. menos que al cierre de 2024, y la del subsector no financiero quedaba en 48 p.b., 3 p.b. menos.
- **Las calificaciones crediticias de los emisores privados españoles en el tercer trimestre de 2025 se mantuvieron en niveles muy similares a las registradas al cierre de 2024.** En septiembre, el 90,9 % de la deuda española privada se agrupaba dentro de la categoría de grado de inversión (*investment grade*), la misma proporción que al finalizar 2024 (90,9 %). La calidad crediticia de la deuda del sector financiero siguió siendo superior a la de las sociedades no financieras, aunque la de estas últimas presenta mejoras continuas desde 2022 (véase gráfico 3¹⁰).

⁷ El promedio diario de diciembre para la deuda pública a 3 y 5 años fue del 2,37 % y el 2,65 %, respectivamente.

⁸ La variación de este rendimiento tomando los últimos días de 2024 y 2025 es de 23 p.b.

⁹ El promedio del rendimiento diario de diciembre para los pagarés a 3 y 12 meses fue del 2,10 % y el 2,23 %, respectivamente. En los plazos más largos (3, 5 y 10 años), este promedio fue del 2,60 %, el 2,59 % y el 2,86 %, respectivamente.

¹⁰ La tendencia del sector no financiero se explica, en gran medida, por las compañías industriales y tecnológicas, que suponen alrededor de un 65 % del conjunto.



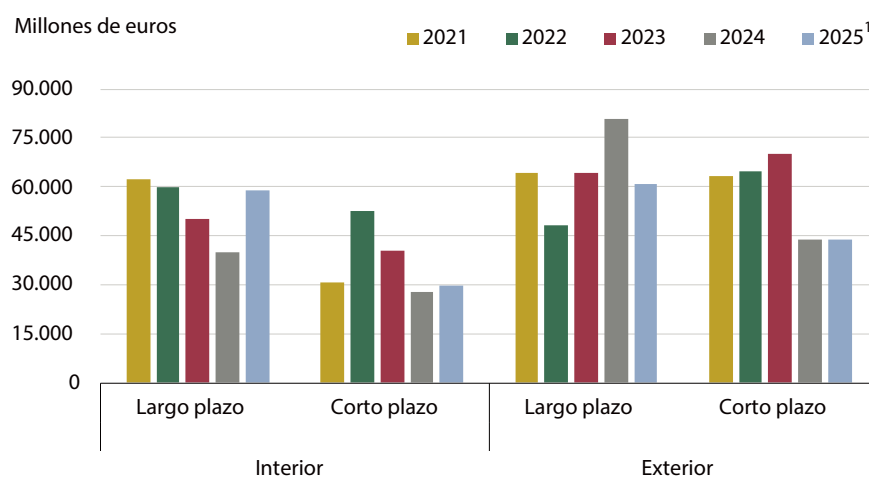
Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV.

- **En los mercados primarios, las emisiones de deuda de los emisores privados españoles, efectuadas en los mercados nacionales o foráneos, se situaron en 184.888¹¹ millones de euros, un 1,2 % menos que en 2024.** A diferencia del comportamiento mostrado en periodos anteriores, se observó un avance significativo de la actividad emisora en los mercados domésticos (hasta 88.954 millones de euros, un 31,3 % más) y un retroceso en el exterior (95.934 millones, un 19,6 % menos). Cabe recordar, no obstante, que las cifras de emisión en los mercados domésticos fueron particularmente bajas en 2024, por lo que es preciso esperar un tiempo para confirmar esta tendencia (véase gráfico 4).
- **El detalle de las emisiones de renta fija del sector privado en España revela que el avance fue mucho más intenso en las de largo plazo, cuyo importe se cifró en 59.115 millones de euros, un 47,3 % más.** Fue especialmente destacable el aumento de las emisiones de cédulas hipotecarias (21.750 millones), más del doble del observado en 2024. Las emisiones de pagarés también se incrementaron, aunque en menor medida: un 8,1 %, hasta un importe de 29.839 millones de euros. **El detalle de las emisiones en el exterior pone de manifiesto** una contracción mayor en las emisiones a largo plazo (55.635 millones, un 25,6 % menos) respecto a las de corto plazo (40.299 millones, un 5,7 % menos).

¹¹ Las emisiones efectuadas en el exterior abarcan hasta noviembre.

Emisiones (y admisiones) de deuda efectuadas por los emisores privados españoles. Plazo y región de emisión

GRÁFICO 4



Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV.

1 Los datos de emisiones exteriores en 2025 (disponibles hasta noviembre) se presentan anualizados con fines comparativos.

2 Gestión de activos e inversores

- **Después de 2 años de aumento sostenido, la tasa de ahorro de los hogares españoles parece haberse estabilizado, experimentando incluso un leve retroceso, ya que se situó en el 12,3 % de la renta disponible a finales del tercer trimestre** (datos acumulados de 4 trimestres) frente al 12,7 % de septiembre del año anterior. Estas cifras han hecho que se incremente ligeramente el diferencial respecto a la zona euro, donde la tasa de ahorro en junio de 2025 era del 15,2 %. Esta pequeña disminución tuvo su reflejo en la adquisición de activos financieros, que se redujo 1 décima desde el cierre de 2024, hasta el 5,8 % en septiembre de 2025 (datos acumulados de 4 trimestres y en términos netos). En 2025, al contrario de lo observado en 2023 y 2024, cuando la subida de tipos de interés hizo que los hogares invirtieran en mayor medida en depósitos a plazo y en renta fija, se observó un impulso mayor en la adquisición de medios de pago (efectivo y depósitos a la vista), con unas entradas de recursos de casi 55.000 millones de euros en 12 meses¹² (3,3 % del PIB). Por el contrario, desinvertieron en depósitos a plazo y valores de renta fija (-15.000 millones de euros, un 0,9 % del PIB). La inversión en fondos de inversión, como en los últimos años, también fue elevada (53.000 millones), un 3,2 % del PIB, por encima del 2,9 % de 2024.
- **Las elevadas suscripciones y el buen comportamiento de los mercados hicieron que el patrimonio total de las IIC se incrementara más de un 12 % en el año (datos provisionales hasta noviembre) hasta superar los 473.000 millones¹³.** El desglose de esta variación entre suscripciones y rendimiento de la cartera (disponible hasta septiembre) revela que las suscripciones netas superaron los 25.000 millones de euros, mientras que los rendimientos netos se situaron en casi 13.500 millones¹⁴. Las cuentas de partícipes alcanzaban los 17,8 millones, tras aumentar en prácticamente 1,2 millones desde finales de 2024. Estas cuentas se correspondían con 5,75 millones de inversores frente a los 5,3 millones de finales de 2024¹⁵.
- **En el ámbito de las suscripciones de fondos de inversión, son especialmente destacables las entradas de recursos en los fondos de renta fija.** Así, a pesar de la ligera tendencia descendente de los tipos de interés, que ya ha tenido un reflejo negativo en la inversión en depósitos a plazo y activos de renta fija según se ha indicado previamente, los fondos de renta fija siguieron recibiendo —con mucha diferencia respecto al resto— las mayores suscripciones netas, con una cifra de 28.000 millones de euros en 9 meses. Por el contrario, los fondos de gestión pasiva y los fondos globales fueron los que experimentaron los mayores reembolsos netos, que ascendieron a casi 1.900 y 1.700 millones de euros, respectivamente.
- **El patrimonio de las IIC extranjeras comercializado en España continuó creciendo en 2025, incluso con más fuerza que el de las nacionales, con un aumento del 16,1 % entre enero y septiembre de 2025¹⁶, hasta alcanzar los 322.000 millones de euros.** Este mayor crecimiento ha provocado que las IIC extranjeras superen el 40 % del patrimonio total de IIC comercializadas en nuestro país.

¹² Entre septiembre de 2024 y septiembre de 2025.

¹³ Datos de fondos de inversión y sociedades de inversión de capital variable (SICAV).

¹⁴ Únicamente en el tercer trimestre, las suscripciones netas ascendieron a 7.800 millones de euros y los rendimientos netos, a 8.600 millones.

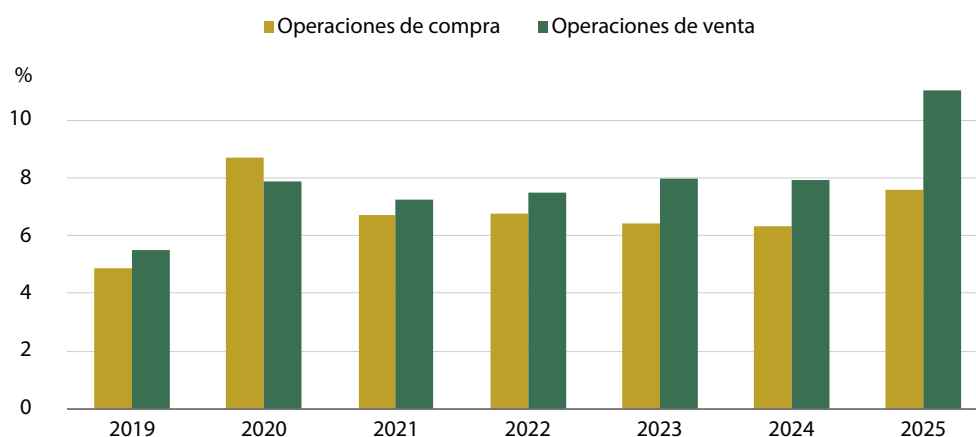
¹⁵ Estas cifras pueden sobrevalorar el número real de inversores, ya que se corresponden con la suma de los partícipes que hay en cada sociedad gestora de IIC. Por lo tanto, un mismo partícipe puede estar incluido varias veces si invierte en fondos pertenecientes a distintas gestoras.

¹⁶ Datos provisionales.

- **La participación de los inversores minoristas en la negociación del Ibex 35 experimentó en 2025 un aumento significativo respecto al año anterior, reflejando la creciente importancia de este tipo de inversores en los mercados (véase gráfico 5).** De esta forma, el porcentaje respecto al volumen total de negociación en el que intervinieron inversores minoristas fue del 8,1 % en las operaciones de compra y del 11,9 % en las operaciones de venta (6,3 % y 8,0 % en 2024, respectivamente).
- **Dada la creciente participación de los inversores minoristas en los mercados de renta variable, resulta esencial monitorizar los riesgos relacionados con la protección del inversor.** Por una parte, la proliferación de mensajes en redes sociales influye en este colectivo, que puede verse impulsado a tomar decisiones precipitadas sin haber analizado adecuadamente el riesgo. En este sentido, fenómenos conductuales como el FOMO (*fear of missing out* o miedo a perderse oportunidades) o el seguimiento de tendencias virales conducen a los inversores a decisiones que pueden no ser acordes con su perfil de riesgo. A su vez, la creciente participación de los inversores minoristas a causa de la digitalización de las operaciones los expone a diferentes tipos de fraudes. Por este motivo, resulta de vital importancia que sean capaces de diferenciar aquellas plataformas fiables de los chiringuitos financieros. La CNMV publica regularmente en su página web los datos de los chiringuitos financieros identificados, con el objetivo de advertir a los inversores, y tiene previsto adoptar medidas adicionales para combatir el fraude e informar al público.

Participación del inversor minorista en la negociación sobre valores del Ibex 35

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

3 Evaluación de riesgos

3.1 Principales factores de incertidumbre

3.1.1 *Riesgos geopolíticos y otras fuentes de incertidumbre política: nuevo repunte al inicio del año*

- **Las incertidumbres geopolíticas se mantienen en niveles muy elevados**, especialmente tras la intervención militar de EE. UU. en Venezuela en los primeros días de este año, que ha introducido un nuevo foco de inestabilidad a nivel global. Este episodio se suma a la prolongación de los conflictos en Ucrania y la Franja de Gaza, al recrudecimiento de las tensiones en Oriente Medio, particularmente en Irán, y a un entorno internacional marcado por fricciones comerciales y estratégicas entre las principales potencias. De hecho, tras el episodio en Venezuela se baraja la posibilidad de una posible intervención estadounidense en Groenlandia, territorio bajo soberanía de Dinamarca, o incluso en otros países, eventos que recrudecerían las fricciones entre EE. UU. y muchas de las potencias a nivel mundial (especialmente Rusia y China), y aumentarían el riesgo de fragmentación entre países aliados.

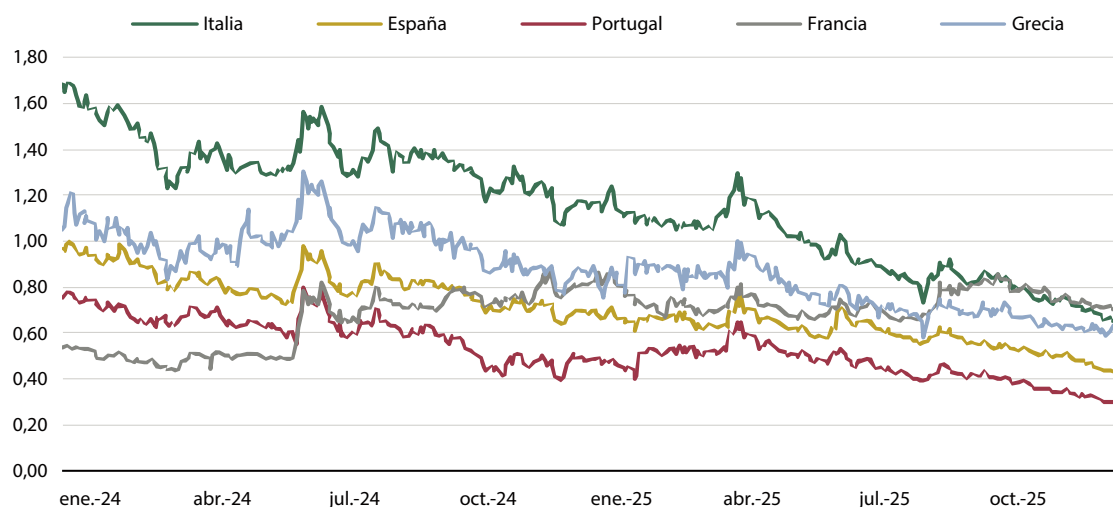
Todos estos elementos no solo pueden extremar aún más las políticas arancelarias existentes, sino que podrían dificultar los mecanismos de coordinación internacional. Estos acontecimientos, además de elevar nuevamente la incertidumbre, incrementan el riesgo de *shocks* adversos sobre los mercados financieros, con potenciales efectos de contagio y revisiones en las expectativas de los agentes en relación con la actividad económica, los precios y la valoración de los activos.

- **La inestabilidad política en Europa continúa siendo un riesgo relevante, si bien su intensidad parece haberse moderado en los últimos meses.** En este contexto, los indicadores de los mercados de deuda soberana no muestran, en términos generales, señales de vulnerabilidad, habiéndose registrado en la segunda mitad del ejercicio descensos en las primas de riesgo de las principales economías europeas. La excepción *más notable* fue Francia, donde entre agosto y septiembre se observó un repunte de la prima de riesgo como consecuencia de las dudas sobre la capacidad del Gobierno para aplicar reformas fiscales creíbles. Esta situación llevó la prima de riesgo a un nivel superior a las de otras economías europeas como Italia o Grecia (véase gráfico 6). Con respecto a la disminución de las primas de riesgo soberano general entre los países europeos, cabe destacar que buena parte de ella se debió al mayor aumento relativo del rendimiento del bono soberano alemán a 10 años, que cerró el ejercicio en el 2,85 %, 50 p.b. más que a su comienzo. Este incremento estaría motivado, principalmente, por los planes de aumento del gasto público destinado a defensa e infraestructuras.
- **Finalmente, en el ámbito político nacional, la coyuntura reciente está condicionada por la prolongación y el aumento de las tensiones entre las diferentes formaciones políticas.** Este entorno continúa dificultando los procesos de toma de decisiones en un escenario de elevada fragmentación parlamentaria, e incrementa el riesgo de episodios de inestabilidad y volatilidad.

Primas de riesgo soberano (diferencial de rendimiento con el bono alemán a 10 años)

GRÁFICO 6

Puntos porcentuales



Fuente: Eikon Refinitiv.

3.1.2 Entorno macroeconómico: buen comportamiento de la economía española, apoyado en la demanda interna

- **En el tercer trimestre de 2025, el PIB español experimentó un avance del 0,6 % (datos estimados), lo que ha situado la tasa interanual en el 2,8 %, 1 décima menos que la del trimestre anterior.** A pesar de esta ligera ralentización, el crecimiento de España sigue siendo superior al de las principales economías¹⁷, que, en el conjunto de la zona euro, presenta un avance interanual medio del 1,4 % (véase gráfico A5). Esta leve desaceleración tuvo su reflejo en el mercado laboral, con una tasa de paro que aumentó 2 décimas en el tercer trimestre, hasta el 10,5 % (1 décima menos que al cierre de 2024). Por su parte, los datos disponibles sobre las finanzas públicas muestran una ligera mejora, con un déficit conjunto de las Administraciones públicas¹⁸ que alcanzó el 0,61 % del PIB a finales de octubre (0,96 % un año antes).
- **La tasa de inflación se situó en el 2,9 % interanual en el mes de diciembre, por lo que desciende levemente por segundo mes consecutivo, después de haber aumentado más de 1 p.p. en 5 meses.** Así, entre mayo y octubre, la inflación creció del 2 % al 3,1 %, para posteriormente descender hasta el mencionado 2,9 % de cierre de 2025. La tasa subyacente¹⁹, por su parte, se mantuvo en el 2,6 %, tras un aumento de 4 décimas desde mayo. A nivel desagregado, se observa que la mayor subida de precios seguía produciéndose en el sector de los alimentos frescos (+6,2 %), seguido por el de los servicios (+3,7 %²⁰). **El diferencial del IPC español en relación con el de la zona euro ha ido incrementándose progresivamente desde abril hasta situarse en 1 p.p.**

¹⁷ Por ejemplo, en Alemania la tasa de crecimiento en el tercer trimestre de 2025 se situó en el 0 %, mientras que en Italia fue del 0,1 % y en Francia del 0,5 %. En términos interanuales, el crecimiento de estas 3 economías fue del 0,3 %, el 0,6 % y el 0,9 %, respectivamente.

¹⁸ Excluyendo las corporaciones locales.

¹⁹ Que se calcula excluyendo del índice general los elementos más volátiles, concretamente la energía y los productos frescos.

²⁰ Los precios del sector energético, que habían mostrado la mayor subida en los meses de septiembre y octubre (6,5 % interanual), se moderaron en noviembre y diciembre hasta cerrar el año con un incremento del 3,4 %.

- **Las últimas proyecciones de crecimiento para 2025 y 2026 se han corregido al alza, con el consumo privado y la inversión como principales motores de la actividad.** Así, el Banco de España estima que España crecerá un 2,9 % en 2025 y un 2,2 % en 2026, 3 y 4 décimas más, respectivamente, que en las estimaciones anteriores. Las previsiones de crecimiento de la zona euro, por su parte, se sitúan por debajo de las de la economía española, con unas estimaciones alrededor del 1,4 % en 2025 y del 1,2 % en 2026. Esta mejora de las previsiones de crecimiento ha hecho que las estimaciones de las ratios de déficit y deuda pública se reduzcan, en términos generales, para 2025 y 2026: en 2025 se situarían en el 2,5 % y el 100,6 % del PIB, respectivamente, mientras que este año bajarían hasta el 2,1 % y el 99,1 %.
- **En materia de política monetaria no se esperan cambios en los próximos meses en los tipos de interés de referencia del BCE,** que permanecen inalterados desde el 5 de junio en el 2,15 %, el 2,40 % y el 2,00 % (para las operaciones principales de financiación, facilidad de crédito y facilidad de depósito, respectivamente). Las expectativas de inflación de la autoridad, próximas al 2 % tanto este año como el que viene, justificarían estos pronósticos.

En cambio, en otras economías como en EE. UU. y en el Reino Unido, los bancos centrales han rebajado sus tipos de interés recientemente y pueden seguir haciéndolo en un futuro próximo, sobre todo en EE. UU. En esta última jurisdicción, cuyos tipos se sitúan en el rango del 3,50 %-3,75 %, será clave la presión sobre el banco central de la Administración Trump, decidida a que continúe el proceso de disminución de tipos.

3.2 Categorías de riesgos financieros

3.2.1 *Riesgo de mercado: cada vez más relevante en unos mercados con señales de sobrevaloración*

- **El riesgo de mercado se mantiene como el más relevante en un entorno de incertidumbre que podría dar lugar a una corrección del precio de los activos —e incluso a espirales negativas de contagio—, especialmente de aquellos en los que las valoraciones son más exigentes y se percibe un mayor riesgo de sobrevaloración.** Algunos inversores podrían estar infravalorando los riesgos en sus carteras, por lo que en el caso de materializarse algún *shock*, o de acontecer un escenario de menor crecimiento, un repunte de la inflación, un recrudecimiento de los conflictos bélicos o de las tensiones comerciales, o, incluso, un aumento súbito de las primas de riesgo en algunas economías, podrían desencadenarse correcciones en las valoraciones de algunos activos, más intensas en aquellos activos y mercados con valoraciones más elevadas.
- **Las ratios PER²¹ han crecido de modo significativo en el último año en numerosos mercados, especialmente en los europeos²², donde se han situado por encima de su promedio histórico. A su vez, se ha producido un descenso de sus primas de riesgo.** Así, la ratio PER del índice Eurostoxx 50 finalizó el año en valores cercanos a 16, por encima de su promedio histórico (13,4), al igual que la del índice estadounidense S&P,

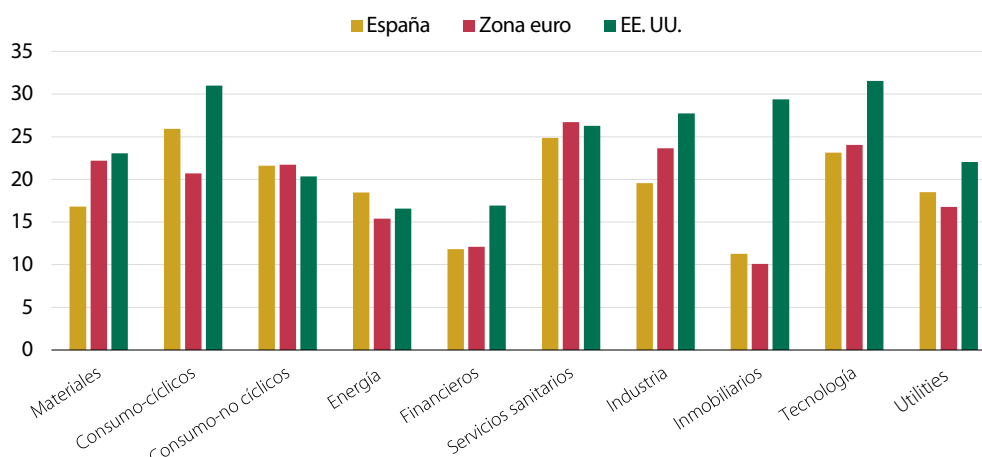
²¹ La ratio PER es un indicador habitual en los mercados que relaciona el precio de una acción con los beneficios esperados (también por acción) de la compañía. Unos valores altos de la ratio (o por encima de su promedio histórico) suelen asociarse a un fenómeno de sobrevaloración y lo contrario sucede con los valores reducidos.

²² Los mercados europeos han pasado a situarse junto a los estadounidenses por encima de su promedio histórico.

que acabó en 22,5, frente a su media de 16,8. En el caso del índice español, el valor de esta ratio en diciembre era similar a su media histórica (13,3). El aumento de estas métricas de valoración habituales ha sido desigual entre compañías y sectores²³, concentrándose los valores más elevados en los mercados estadounidenses, así como en sectores como la tecnología, la IA (centros de datos) y los bienes de consumo (véase gráfico 7).

PER sectoriales por regiones

GRÁFICO 7



Fuente: Eikon Refinitiv.

- **En los mercados de deuda, el riesgo de mercado de sus activos se mantiene en niveles contenidos, aunque podría incrementarse (en mayor medida, en los plazos más largos de la curva) debido a los planes para impulsar el gasto público de muchas economías.** Así, la pérdida de confianza en torno a la sostenibilidad de la deuda de algunas economías, especialmente en aquellas con mayor inestabilidad política o con un grado de endeudamiento más elevado, podría dar lugar a episodios transitorios de volatilidad o contagio a aquellos activos con mayor riesgo. Por ello, aunque las primas de riesgo de la deuda corporativa *high yield*, la deuda subordinada e, incluso, la deuda pública con peor *rating* muestran valores reducidos, es importante seguir monitorizando su riesgo.
- **Finalmente, en el ámbito del riesgo de mercado cabe hacer una mención específica al sector de criptoactivos.** Conviene monitorizar de forma continua este riesgo, en la medida en que se trata de un ámbito altamente volátil —hecho que se comprueba año tras año— que en 2025 marcó nuevos máximos históricos de capitalización y que está cada vez más interrelacionado con el sistema financiero tradicional, como se explica posteriormente.

3.2.2 Riesgo de crédito: buen comportamiento, pero riesgo creciente en los mercados de capital privados

- **La evolución de los indicadores financieros y de la calificación crediticia de los emisores españoles se mantiene sin cambios relevantes. No obstante, algunas circunstancias podrían tener efectos a medio plazo.** Por un lado, como se ha mencionado, el

²³ De hecho, estas ratios se han mantenido en niveles similares o incluso inferiores a los que tenían al inicio de 2025 en EE. UU., mientras que tanto en España como en la zona euro han aumentado de modo destacado en el sector financiero, el energético, el industrial y en las compañías de servicios públicos (*utilities*).

incremento de la deuda emitida por algunos gobiernos podría afectar a su calificación crediticia y, por otro, numerosos emisores financieros y corporativos se enfrentan a vencimientos a corto y medio plazo de cierta importancia, lo que podría acarrear un cierto riesgo de refinanciación o un aumento de la percepción del riesgo de crédito por parte de los inversores. Asimismo, en el contexto actual de fuerte crecimiento del capital privado, cualquier incertidumbre o dificultad en el sector podría convertirse en fuente de contagio a los mercados de capitales y afectar a la valoración del riesgo de crédito.

- **En el caso del sector público español, la vulnerabilidad derivada de su alto nivel de endeudamiento se mantiene, al situarse dicho nivel en el 103,2 % del PIB en el tercer trimestre²⁴, apenas 1 p.p. menos que 1 año antes.** Los niveles de endeudamiento del sector privado son mucho más bajos: del 43,1 % del PIB en los hogares y del 61,4 % en las sociedades no financieras, las cifras más bajas en 25 años. En el ámbito privado destaca el aumento de la financiación a los hogares, que presenta avances superiores al 4 % (especialmente la relacionada con el consumo: 12,6 %)

3.2.3 Riesgo de liquidez: se mantiene en niveles satisfactorios

- **El riesgo de liquidez del mercado se mantiene en niveles reducidos**, con las horquillas *bid-ask* del Ibex 35 y del bono soberano a 10 años en valores muy bajos. El diagnóstico es similar para los activos de deuda privada, no observándose tensiones relevantes en las diferencias de los precios de compra y venta de una muestra de bonos emitidos por compañías españolas (véase gráfico A23).

3.2.4 Riesgo de contagio: aumento de la correlación entre los distintos sectores financieros

- **En los últimos meses del año pasado, el riesgo de contagio se incrementó hasta situarse en un nivel alto como consecuencia, especialmente, del aumento de la correlación entre los sectores financieros de la economía española.** Así, dos de los indicadores que conforman la valoración de este riesgo cerraron 2025 en un nivel de riesgo alto, mientras que el tercero lo hizo en riesgo moderado. Este último, que se corresponde con la correlación entre los rendimientos de los diferentes tipos de activos españoles de renta fija y renta variable, se redujo en el tercer trimestre para aumentar en el cuarto hasta un riesgo moderado. Por su parte, los niveles de correlación entre la rentabilidad de la deuda soberana española y la de las principales economías europeas — que ya eran elevados — se incrementaron entre junio y diciembre, de media, más de 10 p.p. (desde el 80 % hasta el 92 %).
- **La correlación entre los diferentes sectores financieros se situó en un nivel de riesgo alto todo el segundo semestre, algo que no sucedía de forma tan continuada desde 2009.** Esta medida de correlación²⁵, que relaciona la evolución de diferentes indicadores pertenecientes a seis sectores (mercados monetarios, mercado de bonos, renta variable no financiera, intermediarios financieros, tipos de cambio y mercado de derivados), ha repuntado en el pasado, habitualmente, en momentos de turbulencias o de inestabilidad financiera. En estos momentos de perturbaciones, el estrés puede incrementarse de forma similar en muchos o en todos los segmentos del sistema financiero al mismo tiempo y dar lugar a este aumento de la correlación del sistema. Lo que es particularmente destacable en la actualidad es que se observen niveles de correlación muy altos

²⁴ La media de la Unión Europea se sitúa en el 81,9 % del PIB.

²⁵ Se obtiene de los cálculos del indicador de estrés de los mercados financieros españoles.

en situaciones que no pueden considerarse como turbulentas (aunque con gran incertidumbre), de manera que un giro inesperado en alguno de ellos podría trasladarse a los demás con rapidez.

- **La correlación entre las rentabilidades diarias de los distintos tipos de activos españoles experimentó un descenso muy importante en el mes de julio, que se revirtió parcialmente en los meses posteriores.** Así, el valor medio de la correlación, que había sido de 0,44 al cierre del primer semestre, descendió hasta 0,07 a finales de julio y cerró finalmente 2025 con un valor de 0,24. Estos movimientos fueron consecuencia, sobre todo, del comportamiento dispar de los valores de las empresas de *utilities* con respecto al resto de los activos, especialmente los de renta fija privada, con unas correlaciones que se volvieron negativas durante 2 o 3 meses y volvieron a terreno positivo al final del año, aunque con valores muy bajos (entre 0,05 y 0,12).

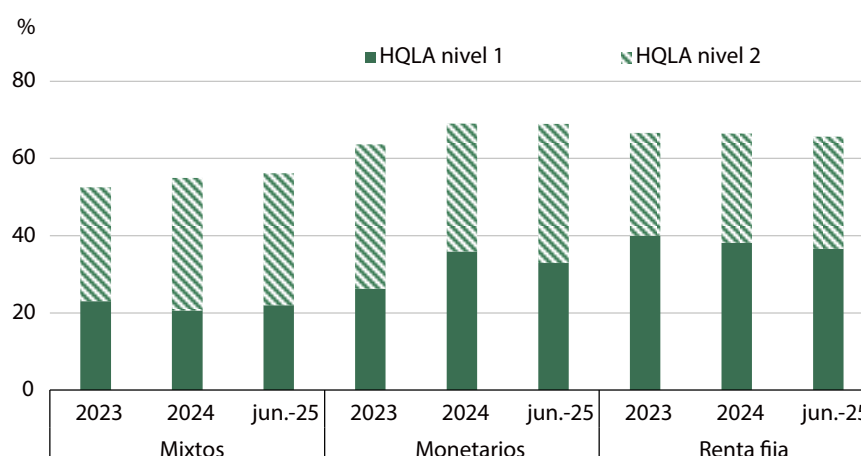
3.3 Riesgos relacionados con la IFNB

- **Los indicadores de liquidez y apalancamiento de los fondos de inversión no apuntan a la existencia de vulnerabilidades reseñables.** Como se ha mencionado en ediciones anteriores, dentro de la IFNB, los vehículos de inversión colectiva representan el mayor porcentaje del total, con mucha diferencia respecto del resto de entidades que la conforman²⁶. Por esta razón, esos vehículos reciben una mayor atención desde el punto de vista de la estabilidad financiera, para lo cual se realizan análisis exhaustivos y periódicos del apalancamiento y las condiciones de liquidez de su cartera. Como se explica a continuación, no se observan vulnerabilidades reseñables.
- **Las condiciones de liquidez de los fondos de inversión españoles continuaban siendo satisfactorias en junio de 2025, observándose niveles de activos líquidos en cartera similares a los del cierre de 2024²⁷.** Así, la ratio de activos considerados muy líquidos (HQLA nivel 1: básicamente efectivo, depósitos y deuda pública de alta calidad crediticia²⁸ [AAA/AA]) se situó en el 29,8 % para el total de fondos pertenecientes a la IFNB a finales del primer semestre del año pasado (30,5 % y 29,7 % en diciembre de 2023 y 2024). Esta cifra fue del 22,0 % para los fondos mixtos, del 36,6 % para los de renta fija y del 32,9 % en el caso de los fondos monetarios. Por su parte, la ratio HQLA nivel 2, que suma a la anterior otros activos líquidos, fue del 61,6 % (59,1 % en 2023 y 61,2 % en 2024) y osciló entre el 56,1 % de los fondos mixtos y el 68,9 % de los monetarios (véase gráfico 8).

²⁶ Las IIC que forman parte de la IFNB suponían al cierre de 2024 el 92 % del total de activos que componen la medida estrecha.

²⁷ Para ello se calcula la ratio conocida como HQLA (*high quality liquid assets*), que incorpora información tanto sobre el tipo de activo como sobre sus calificaciones crediticias. Utilizando esta metodología, se han realizado dos cálculos del nivel de liquidez, uno más restringido (nivel 1), que incluye los valores considerados completamente líquidos, y otro algo más flexible, que incluye, además de los primeros, porcentajes variables de activos con un nivel de liquidez medio o alto. Cabe mencionar que, para el nivel 2 de liquidez, se ha cuantificado también la liquidez de las IIC en las que invierten los fondos españoles.

²⁸ También incluye deuda pública española.



Fuente: CNMV.

- **El nivel de apalancamiento de las IIC²⁹ a finales de junio de 2025 continuaba mostrando unos niveles reducidos y muy por debajo de los máximos permitidos por la legislación.** En concreto, la exposición bruta³⁰ a través de instrumentos derivados para las IIC pertenecientes a la IFNB suponía el 13,2 % de su patrimonio, un porcentaje inferior al de 2024 (14,4 %). La exposición neta³¹, por su parte, alcanzaba tan solo el 7,6 %³², por lo que siguen sin observarse vulnerabilidades relevantes en ninguno de los riesgos que puede generar la operativa con derivados.
- **Adicionalmente, para analizar de forma exhaustiva el grado de resistencia de los fondos de inversión ante aumentos considerables e inesperados en el volumen de reembolsos, la CNMV realiza semestralmente pruebas de estrés sobre estas instituciones.** En ellas se evalúa su grado de fortaleza ante un *shock* teórico de liquidez derivado de un aumento repentino y significativo en el nivel de los reembolsos³³. El último análisis, con datos de junio de 2025, en el que se plantean varios escenarios de perturbaciones (*shocks*) sobre los reembolsos de las distintas categorías de fondos, sigue mostrando que la industria de los fondos de inversión es, en general, resistente a los

²⁹ Se puede hablar de apalancamiento tanto financiero (endeudamiento) como sintético (a través de derivados). En el caso del primero, la legislación española establece que las IIC mobiliarias (a excepción de las de inversión libre) tan solo se pueden endeudar para resolver dificultades transitorias de liquidez, y en ningún caso superar el 10 % de su patrimonio. Sin embargo, estas instituciones pueden apalancarse mediante el uso de derivados, una práctica que puede acrecentar significativamente otros riesgos ya existentes en estos vehículos.

³⁰ El cálculo de la exposición bruta se realiza utilizando la metodología propuesta por IOSCO (*IOSCO Final Report on Recommendations for a Framework Assessing Leverage in Investment Funds*, diciembre de 2019). De acuerdo con esta metodología, la exposición bruta se mide a partir de la suma de los importes nominales de los contratos de derivados, lo que permite realizar un ajuste por la delta en el caso de las opciones. No incluye la estimación de apalancamiento a través de la inversión en otras IIC. Si esta última se incluyera, la exposición bruta aumentaría hasta el 20,9 %.

³¹ La exposición neta se calcula a partir de la exposición bruta después de realizar ciertas compensaciones entre posiciones largas y cortas, neutralizando así toda aquella operativa que se ejecuta con la finalidad de cubrir los riesgos de la cartera de contado.

³² Esta cifra se ha calculado para el conjunto de los fondos que realizan sus cálculos a través de la metodología del compromiso, que permite calcular la exposición a partir de la conversión de todos los contratos de derivados en la inversión equivalente en su activo subyacente y cuyas especificidades técnicas se recogen en esta guía de ESMA: *Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS* (CESR/10-788). Estos fondos suponían el 94 % del total. La exposición neta aumentaría hasta el 16,0 % si se incluyera en la estimación de apalancamiento la exposición indirecta a través de la inversión en otras IIC.

³³ Estos ejercicios se realizan sobre los fondos UCITS y cuasi-UCITS, y siguen una metodología propuesta por ESMA (en el marco de trabajo de STRESSI) y posteriormente ampliada por la CNMV (véase el artículo de Ojea-Ferreiro, J. (2020). «Cuantificación de la incertidumbre sobre los escenarios adversos de liquidez para los fondos de inversión». *Boletín de la CNMV*. Trimestre II, pp. 25-47. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_II_2020_ES.pdf.

escenarios planteados. Tan solo existe una categoría en la que los fondos podrían atravesar problemas en alguno de los escenarios contemplados: la de renta fija corporativa de alto rendimiento. En el escenario más extremo, habría, tan solo, 2 fondos con problemas para atender los reembolsos, un 1,5 % del total de fondos de esta categoría (en términos patrimoniales).

3.4 Riesgos a medio y largo plazo

3.4.1 Sostenibilidad: los riesgos continúan relativamente acotados, pero preocupa la fragmentación jurisdiccional y las amenazas climáticas persistentes

- Los **riesgos más relevantes en materia de sostenibilidad** están asociados a la identificación y actuación frente a los impactos derivados del cambio climático, la prevención de prácticas orientadas al blanqueo ecológico (*greenwashing*) y la correcta valoración de activos, que refleje adecuadamente sus características ambientales, sociales y de gobernanza (ASG). Aunque estos riesgos permanecen relativamente acotados, las entidades todavía muestran vulnerabilidades en su transición hacia un funcionamiento más sostenible. En este sentido, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), en su informe acerca de la *common supervisory action* (CSA) sobre riesgos sostenibles, concluyó que las entidades, aunque mayoritariamente incluyen referencias a la sostenibilidad en sus políticas, aún muestran deficiencias en algunos aspectos³⁴.
- Los **últimos datos disponibles sobre vehículos de inversión relacionados con la sostenibilidad en España revelan incrementos en el ámbito de las IIC y disminuciones en las emisiones de renta fija**. Así, el número de IIC acogidas a los artículos 8 y 9 del Reglamento sobre la divulgación de información en materia de sostenibilidad (SFDR) era de 394 y 20 (sep.-25), respectivamente, y su patrimonio se situaba en 177.000 millones de euros (37,7 % del patrimonio total de las IIC). Por otro lado, el importe de las emisiones de deuda con características ASG realizadas por emisores españoles en 2025 fue de 17.696 millones de euros, por debajo de la cifra de 2024 (21.272 millones). Se produjeron avances en las emisiones de las AA. PP. y disminuciones en las de las entidades financieras y en las corporativas. Por tipo de deuda, se observaron incrementos en las emisiones sostenibles (16,8 %) y retrocesos en las de tipo social y en las verdes. Con todo, estas últimas continuaron siendo las más relevantes (67,9 %, véase gráfico A33).
- En términos de regulación, en 2025 la Comisión Europea reformó la normativa sobre sostenibilidad para simplificar los requisitos de divulgación y mejorar la coherencia con otros marcos como la Directiva sobre información corporativa en materia de sostenibilidad (CSRD). Se redujo el nivel de detalle exigido en los Estándares Europeos de Sostenibilidad (ESRS) y se permitió una aplicación más gradual, manteniendo la transparencia. Además, el Paquete Ómnibus, presentado a finales del ejercicio, propuso retrasar dos años la entrada en vigor de fases para las pymes y reducir la carga informativa. Estas medidas buscan equilibrar ambición regulatoria y flexibilidad, dando más tiempo a las empresas y evitando duplicidades. En España, la CNMV y el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC) instaron a las empresas de la fase 1 (aquellas con más de 500 empleados) a aplicar los ESRS en los reportes de 2025, incluso antes de la trasposición formal de la CSRD, recomendando aprovechar las nuevas flexibilidades para facilitar la adaptación.

³⁴ Por ejemplo, la falta de detalle, la ausencia de políticas documentadas frente a incumplimientos y el escaso personal destinado a la sostenibilidad.

3.4.2 Nuevas tecnologías, riesgos operativos y cibernéticos: cada vez más importantes para las entidades

- **Ante los continuos avances de las nuevas tecnologías y la automatización de los procesos productivos, los riesgos operativos y cibernéticos han ido creciendo en relevancia.** El contexto geopolítico actual acrecienta estos riesgos, observándose un aumento en el número y la sofisticación de los ciberataques a escala general y, particularmente, en el sector financiero. Este es uno de los ámbitos más atractivos para los actores maliciosos, ya que se trata de una parte crítica de la economía, que se puede perturbar mediante la interrupción de servicios esenciales o el fraude masivo, lo que puede perjudicar seriamente la confianza en el sistema. La dependencia de un número relativamente pequeño de proveedores en la nube ha aumentado la exposición a disrupciones tecnológicas y hace que sus efectos puedan propagarse a múltiples entidades.
- Aunque es complejo ilustrar de forma cuantitativa este riesgo, lo cierto es que las informaciones parciales disponibles dan evidencia de su magnitud. Así, por ejemplo, de acuerdo con ENISA (agencia de la Unión Europea para la ciberseguridad), entre julio de 2024 y junio de 2025, se produjeron 4.785 incidentes en Europa, de los cuales el 4,5 % tuvo lugar en el sector financiero. En su informe³⁵ se menciona a España como uno de los principales focos en términos de ataques a portales bancarios, junto con Italia y Francia. De hecho, según la Autoridad Bancaria Europea (EBA), un 82,4 % de los bancos europeos sitúa el ciberriesgo como el principal dentro del riesgo operativo. Otros trabajos tratan de cuantificar las pérdidas derivadas de incidentes cibernéticos y muestran un crecimiento importante en los últimos años³⁶.
- **En el ámbito regulatorio,** desde enero de 2025, la implantación del Reglamento DORA ha impulsado que las entidades financieras pasen de una gestión reactiva a una planificación proactiva del riesgo tecnológico, que se estructura en cinco pilares clave e incluye la obligación de mantener un registro de información exhaustivo sobre todos los proveedores de tecnología de la información y la comunicación (TIC). Paralelamente, la EBA actualizó en febrero sus guías para alinearlas con DORA y evitar duplicidades, mientras que en julio ESMA publicó directrices para controlar a los proveedores tecnológicos más críticos, como las plataformas en la nube, exigiendo contratos claramente definidos y planes documentados que garanticen la resiliencia operativa y la capacidad de sustituir al proveedor en caso necesario.

3.4.3 Inteligencia artificial: nuevas posibilidades de un sector en expansión, no exento de riesgos

- **En los últimos años, la inteligencia artificial ha ido creciendo en importancia, especialmente en el caso de la IA generativa, articulándose como pieza clave en la transformación digital de las economías.** Lo que en un primer lugar se trataba de una herramienta empleada para servicios relativamente sencillos, como la atención al cliente a través de *chatbots*, en la actualidad ya se ha integrado en diferentes procesos críticos dentro de las entidades, como la gestión de riesgos, la automatización de procesos

³⁵ ENISA Threat Landscape 2025 [https://www.enisa.europa.eu/sites/default/files/2026-01/ENISA %20Threat %20Landscape %202025_v1.2.pdf](https://www.enisa.europa.eu/sites/default/files/2026-01/ENISA%20Threat%20Landscape%202025_v1.2.pdf)

³⁶ En este sentido, un estudio de Howden, con datos procedentes de una encuesta realizada en 2025 a 1.248 responsables de TIC en empresas corporativas de Francia, Alemania, Italia y España estima unas pérdidas de alrededor de 405.000 millones de dólares entre 2020 y 2025 derivadas de ciberataques, con cerca de la mitad de las empresas encuestadas reportando al menos un incidente en ese periodo. Disponible en: [howden-2025-cyber-report-rebooting-growth.pdf](https://www.howden.com/2025-cyber-report-rebooting-growth.pdf)

operativos y la detección de patrones, entre otros. Estas herramientas suponen grandes ventajas en términos de eficiencia, pero también acarrearán riesgos, como los relacionados con la elevada concentración, ante el reducido número de entidades que prestan este tipo de servicios tecnológicos, o los riesgos cibernéticos por la creciente dependencia de la tecnología. También se pueden generar posibles correlaciones en los comportamientos, tanto de inversores como de entidades, que podrían acrecentar los efectos de perturbaciones financieras y, potencialmente, ser una fuente de riesgo para la estabilidad del sistema.

- En este contexto, cabe destacar en el ámbito regulatorio de la Unión Europea el Reglamento UE 2024/1689 (AI Act), que se ha ido implementando gradualmente en 2025 y que establece prohibiciones de usos inaceptables, así como obligaciones específicas para los modelos de propósito general. Se han comenzado a aplicar los requisitos establecidos para los sistemas de alto riesgo, entre los que se incluyen los utilizados para el *credit scoring*.

3.4.4 Criptoactivos: elevados niveles de volatilidad

- **El mercado de criptomonedas pasó por fases muy diferenciadas a lo largo de 2025 tanto en términos de precios como de negociación, algo que suele ser habitual.** En materia de capitalización, tras varios meses de correcciones, se alcanzó el máximo histórico de la serie en octubre, con 4,38 billones de dólares. En el tramo final del año volvieron las caídas de precios, que rebajaron el tamaño de este mercado hasta 3,0 billones, un 10,4 % menos que al comienzo del ejercicio. En el ámbito de la contratación, también se observó una gran irregularidad, si bien en este caso los niveles máximos se produjeron en febrero (441.000 millones de dólares al día³⁷). Al cierre del año los volúmenes eran próximos a 100.000 millones/día. Dentro de las criptomonedas, las *stablecoins* continuaron creciendo en relevancia y suponían al cierre de 2025 el 9,3 % en términos de capitalización y entre el 40 % y el 60 % (más en ocasiones) de la negociación diaria.
- **La volatilidad de este mercado continuó siendo más alta que la de los activos financieros tradicionales.** Así, por ejemplo, la volatilidad de Bitcoin, afectada por el entorno geopolítico y los hackeos a diferentes plataformas, finalizó el año en el 44,2 % (40,2 % de media en 2025). Estos valores son algo inferiores a los observados en ejercicios anteriores para esta criptomoneda, más cercanos al 50 %, pero continúan siendo sensiblemente más elevados que los que muestran los activos del sistema financiero tradicional, incluso los de volatilidad más alta, como los de renta variable. Estos últimos solo muestran volatilidades del 40 % o 50 % en momentos de turbulencias o estrés en los mercados.
- **Dada la complejidad y la alta volatilidad de este tipo de activos, conviene monitorizar de cerca sus riesgos.** Factores como la situación macroeconómica, los avances en la regulación y las innovaciones tecnológicas afectan continuamente a la evolución de los precios. Del mismo modo, el aumento de las interconexiones entre el mercado de criptoactivos y los mercados tradicionales suponen amenazas para la estabilidad financiera, pues pueden acrecentar los riesgos de contagio en caso de *shocks* financieros.

³⁷ Volúmenes de negociación diarios. La negociación media diaria de acciones estimada para el conjunto de bolsas mundiales en 2025 es de en torno a 800.000 millones de dólares (con información de la Federación Mundial de Bolsas), por lo que los niveles máximos de negociación de criptoactivos observados pueden llegar a suponer algo más del 50 % de la negociación en bolsa.

Concretamente, además de la elevada correlación existente entre las diferentes criptomonedas, también se observa una correlación notable con los mercados de renta variable, sobre todo de EE. UU. y especialmente en momentos de perturbaciones.

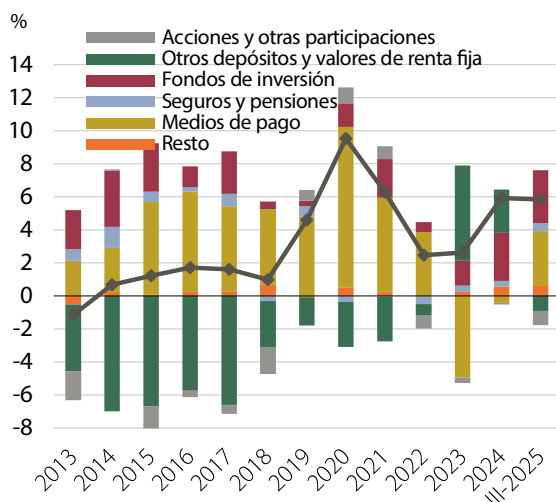
- **En el caso de España, la CNMV consolidó la aplicación del Reglamento MiCA, que vivió su primer año de aplicación en 2025, a través de la Circular 2/2025**, publicada el 26 de marzo, que modificaba circulares anteriores para incorporar a los proveedores de servicios de criptoactivos (PSC o CASP) bajo supervisión directa. A final de año la CNMV había autorizado un total de cinco proveedores de estos servicios.

Anexos

Anexo I. Gráficos

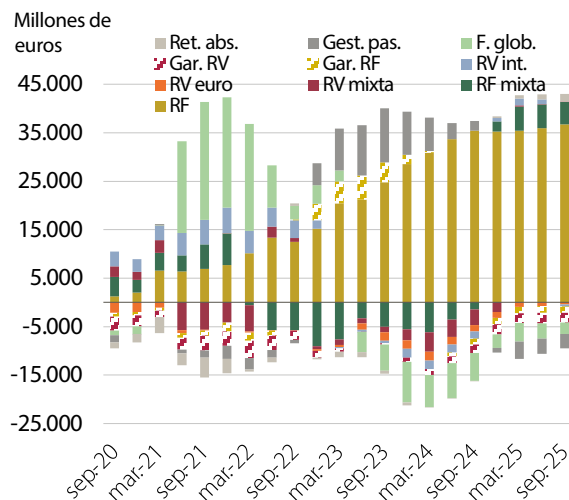
Inversores

Gráfico A1: Hogares: adquisición neta de activos financieros (% PIB)



Datos acumulados de cuatro trimestres.

Gráfico A2: Suscripciones netas en FI



Datos acumulados de cuatro trimestres.

Gráfico A3: Hogares: ahorro (% renta disp.)

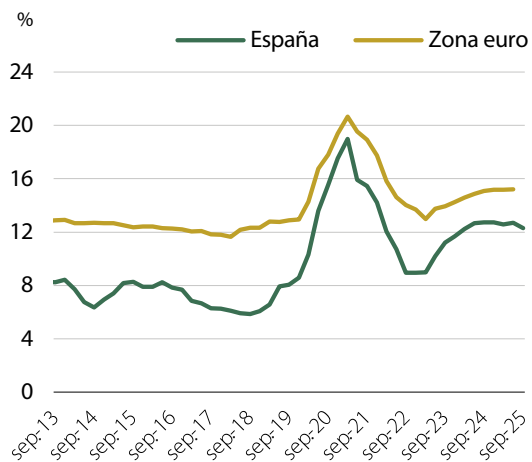
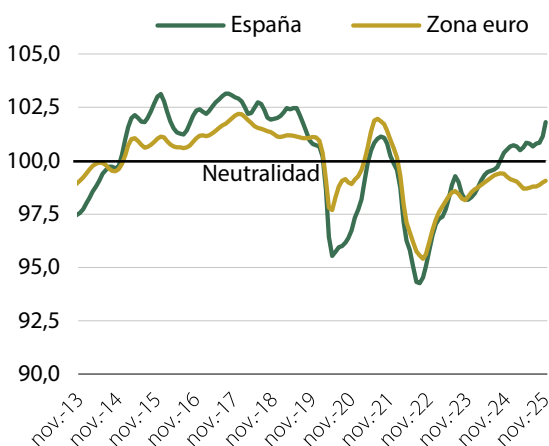


Gráfico A4: Índice de confianza consumidor



Riesgo macroeconómico: nivel amarillo

Gráfico A5: PIB (var. interanual)

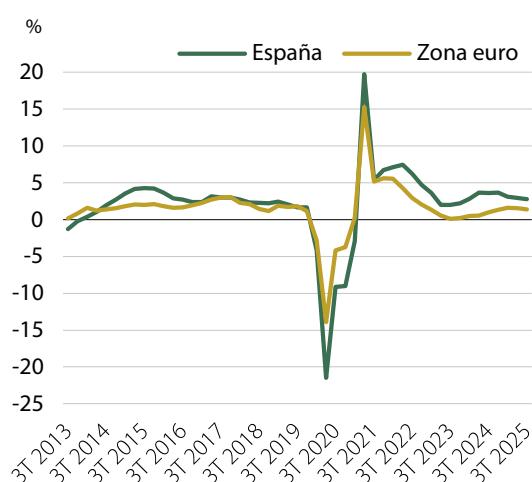


Gráfico A6: IPCA e IPC subyacente (var. interanual)

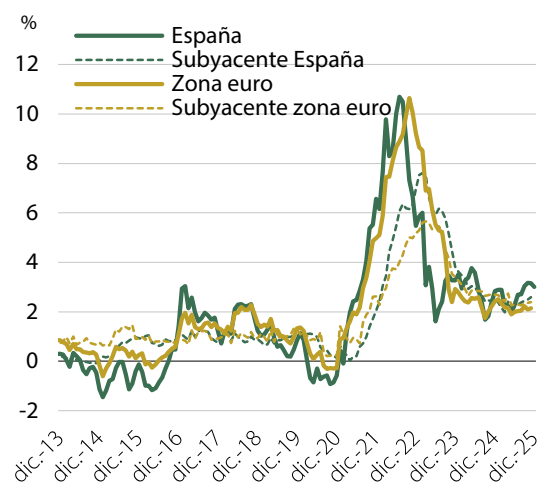


Gráfico A7: Empleo (var. interanual)

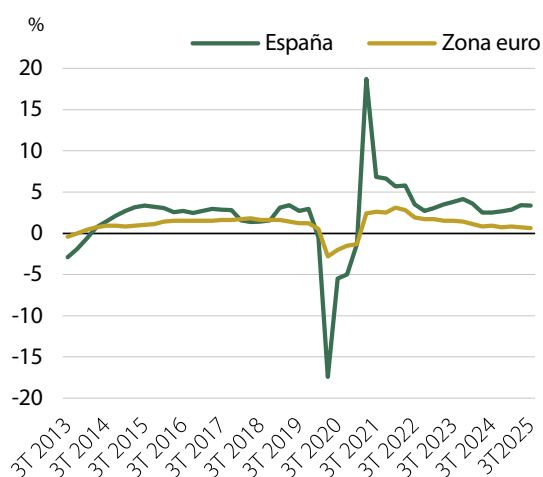
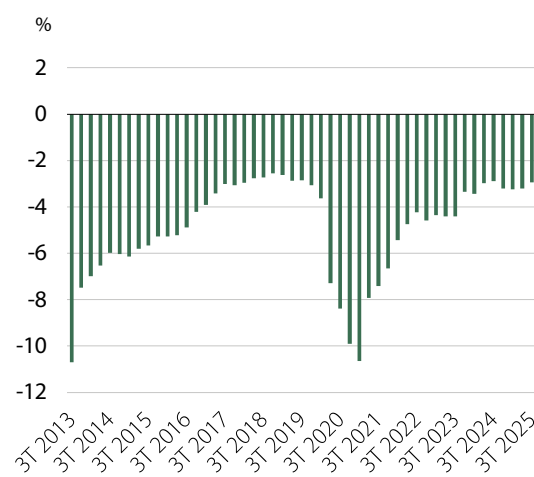


Gráfico A8: Saldo público (% PIB)



Datos acumulados de cuatro trimestres.

Gráfico A9: Tipos de cambio

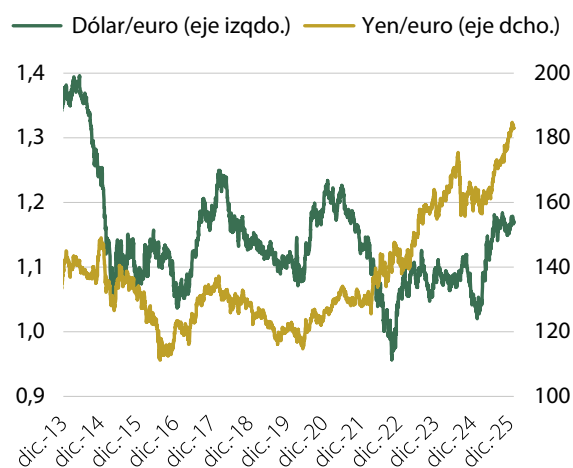
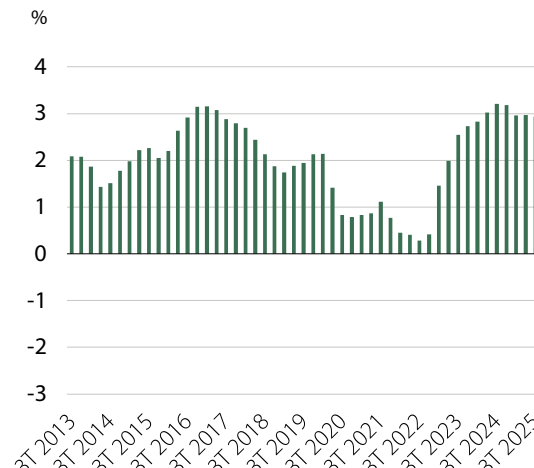


Gráfico A10: Saldo por cuenta corriente (% PIB)



Riesgo de mercado: nivel amarillo

Gráfico A11: Cotizaciones bursátiles

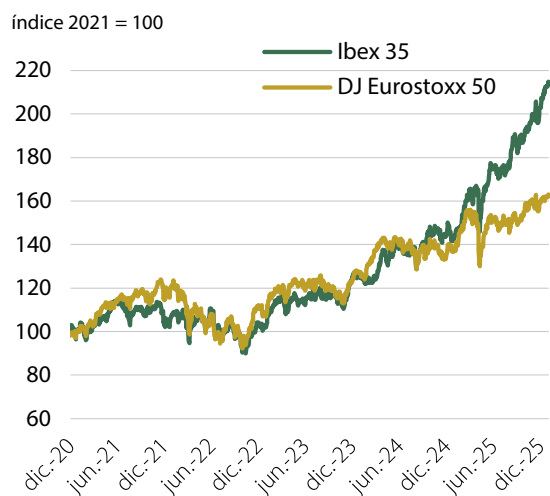
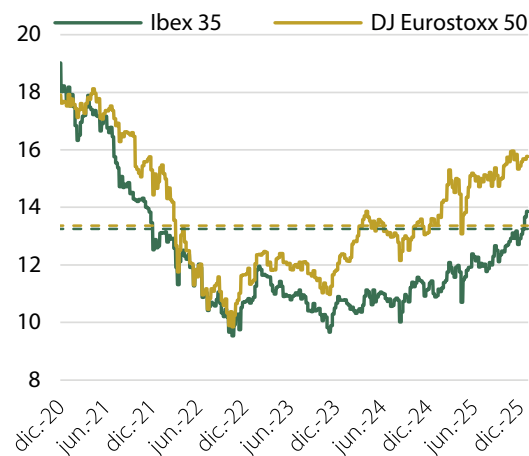


Gráfico A12: Ratio precio-beneficios (PER)



Las líneas discontinuas corresponden a la media del PER calculada desde el año 2000.

Gráfico A13: Tipos de interés a corto plazo (3 meses)

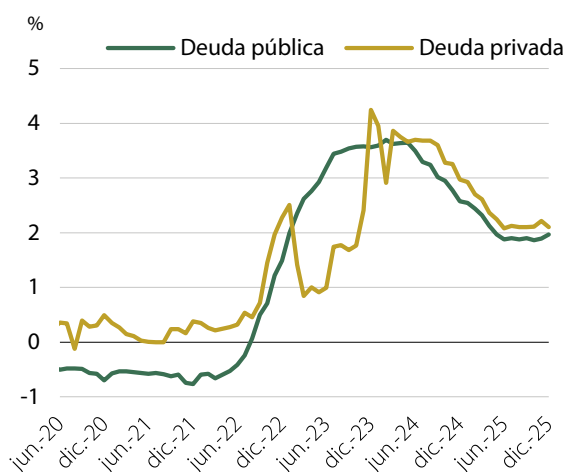


Gráfico A14: Tipos de interés a largo plazo (10 años)

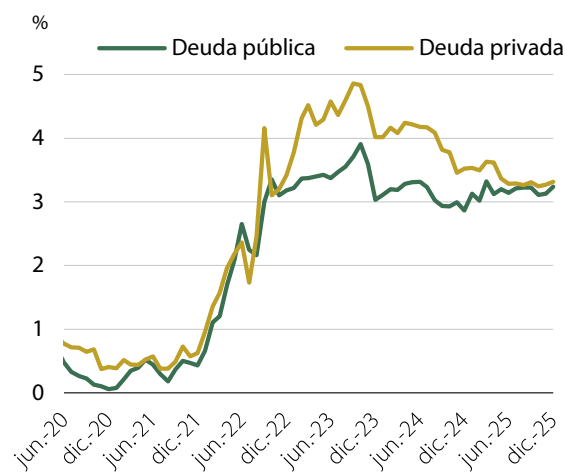
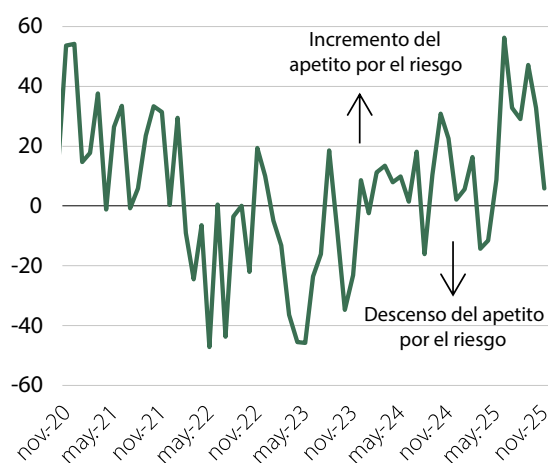


Gráfico A15: Precio del petróleo



Gráfico A16: Apetito por el riesgo (State Street)



Riesgo de crédito: nivel verde

Gráfico A17: Financiación sector no financiero

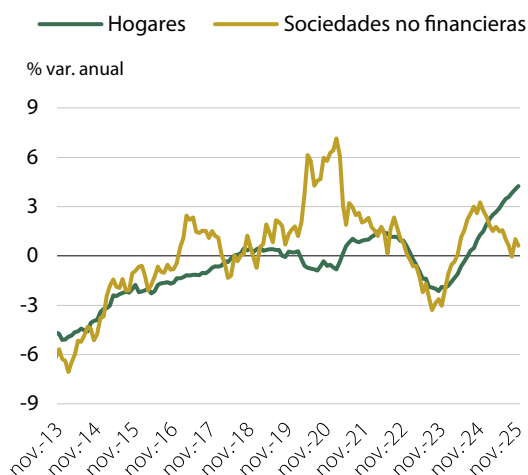


Gráfico A18: Tasa de morosidad y tasa de paro

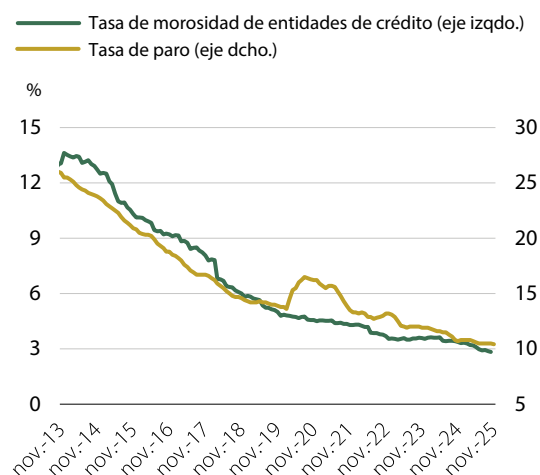


Gráfico A19: Prima de riesgo deuda pública 10 años (diferencial de tipos con Alemania)

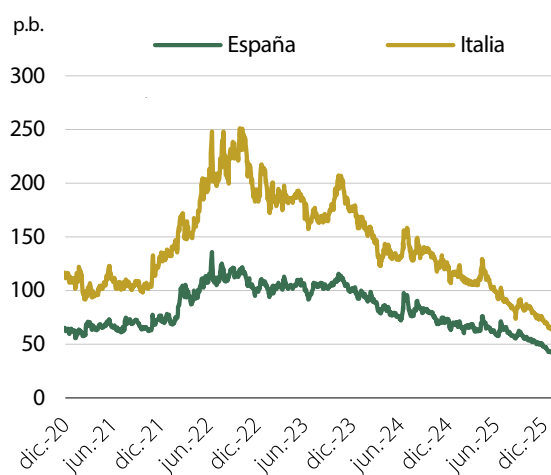


Gráfico A20: Prima de riesgo deuda privada (CDS a 5 años)

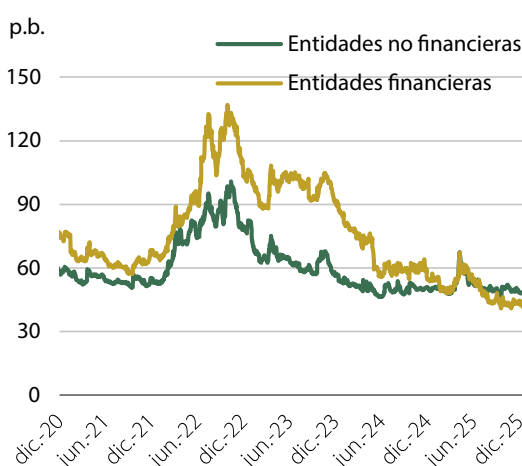


Gráfico A21: Precio vivienda (var. interanual)

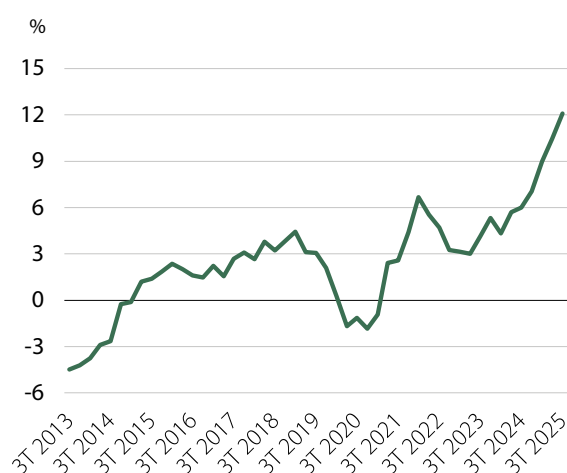
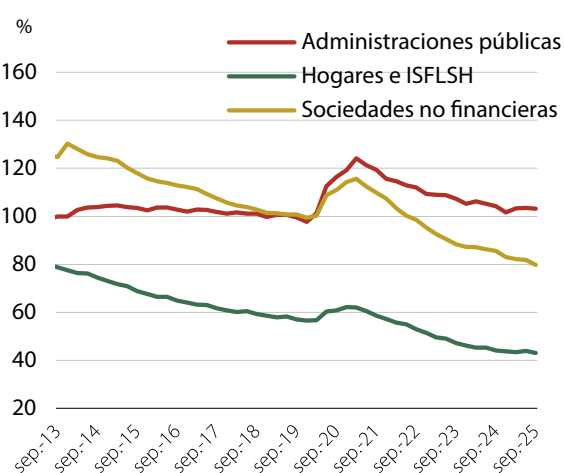


Gráfico A22: Endeudamiento (% PIB)



Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: nivel amarillo

Gráfico A23: Liquidez deuda (*spread bid-ask*)

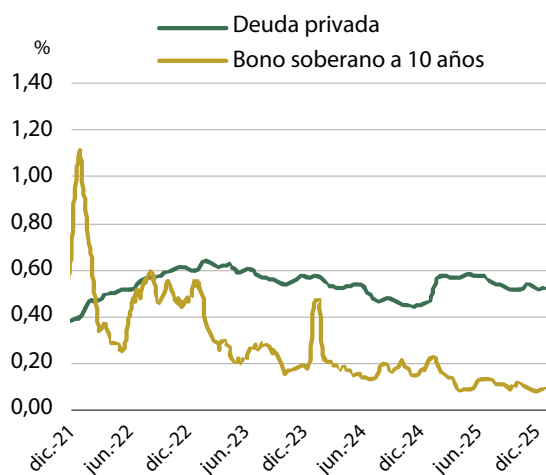


Gráfico A24: Volatilidad (media móvil 1 mes)

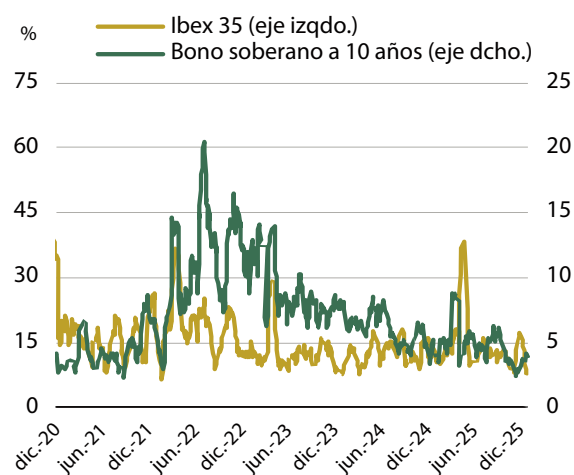


Gráfico A25: Contratación SIBE (media móvil 1 mes)

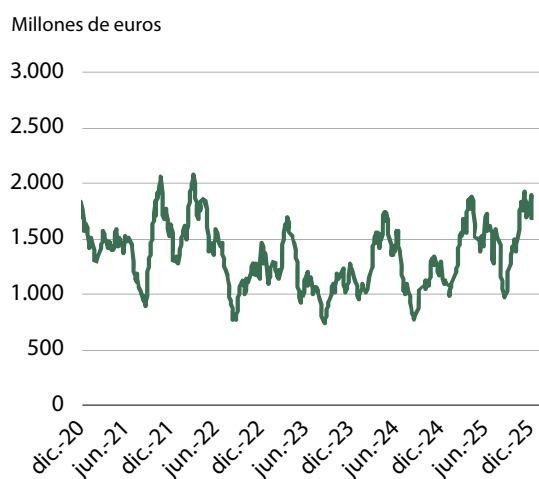


Gráfico A26: Spread interbancario (LIBOR-OIS)

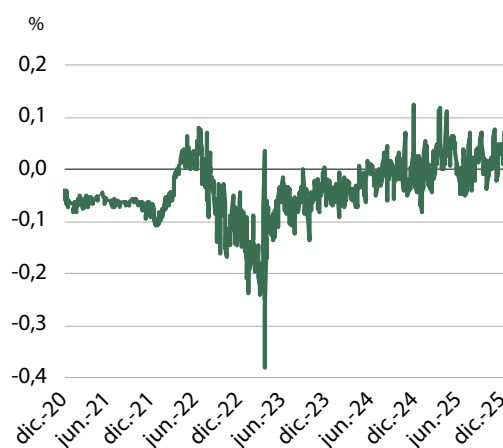


Gráfico A27: Diferencial (Esp-UEM) tipos de interés crédito empresas

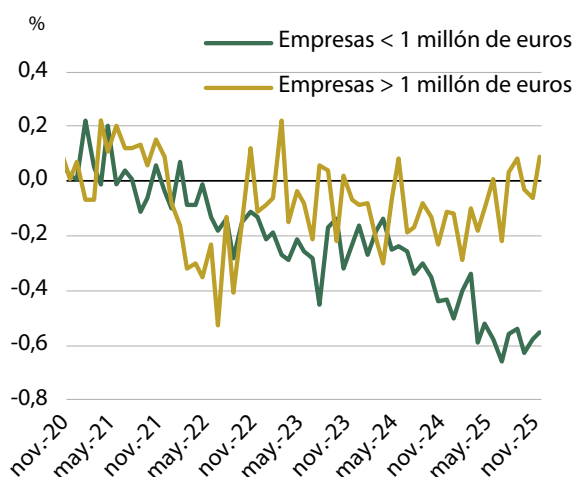
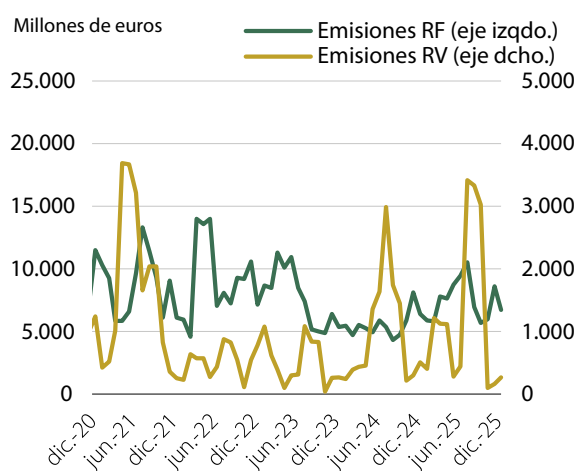


Gráfico A28: Emisiones (media móvil 3 meses)



Riesgo de contagio: nivel rojo

Gráfico A29: Correlaciones entre clases de activos

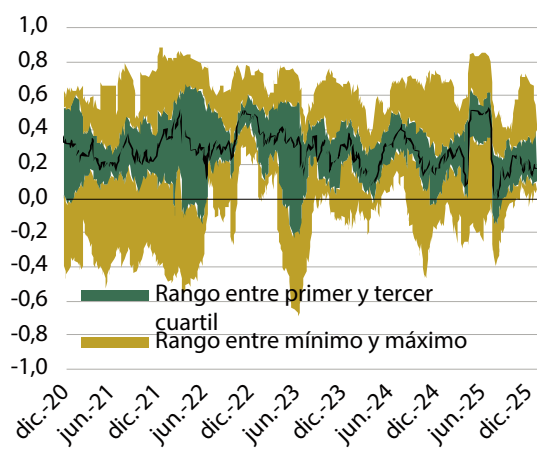
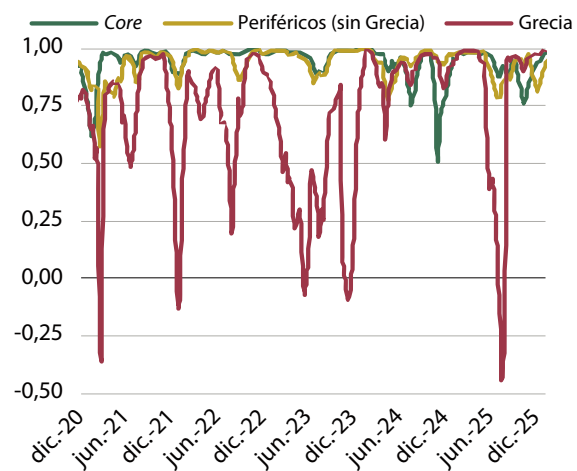
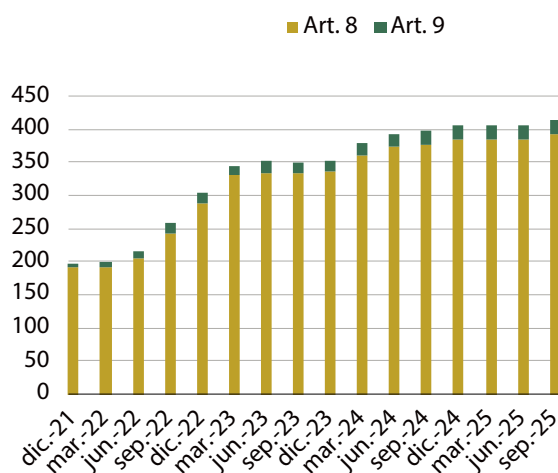


Gráfico A30: Correlación entre la rentabilidad del bono español a 10 años y otros europeos



Finanzas sostenibles

Gráfico A31: IIC artículos 8 y 9 (número)



Según el Reglamento SFDR.

Gráfico A32: IIC artículos 8 y 9 (patrimonio)

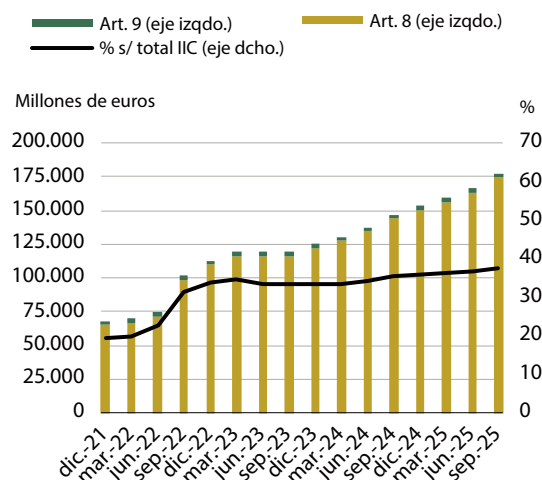


Gráfico A33: Emisiones deuda ASG de emisores españoles (tipo)

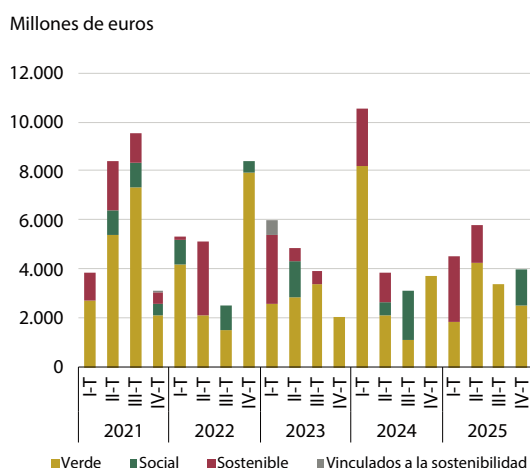


Gráfico A34: Emisiones deuda ASG de emisores españoles (sector)

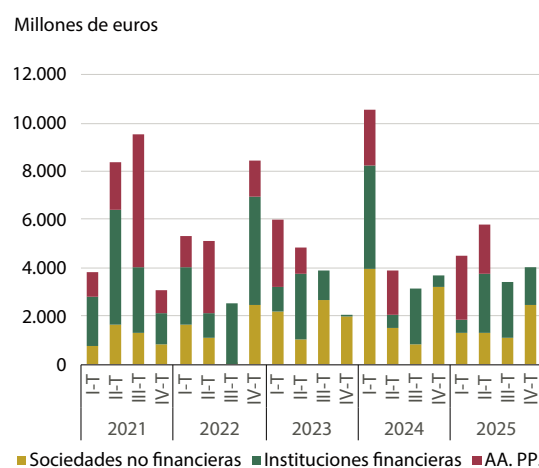


Gráfico A35: Precio carbono (EUR/tn)

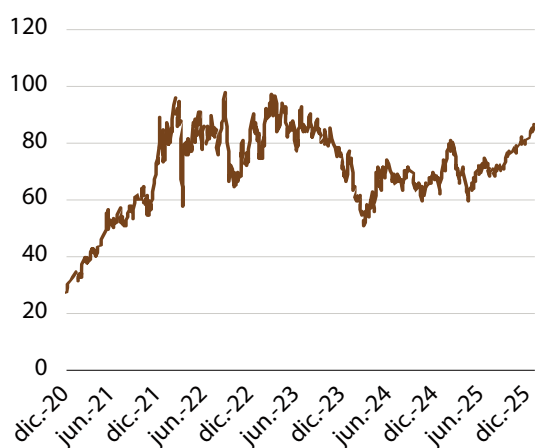
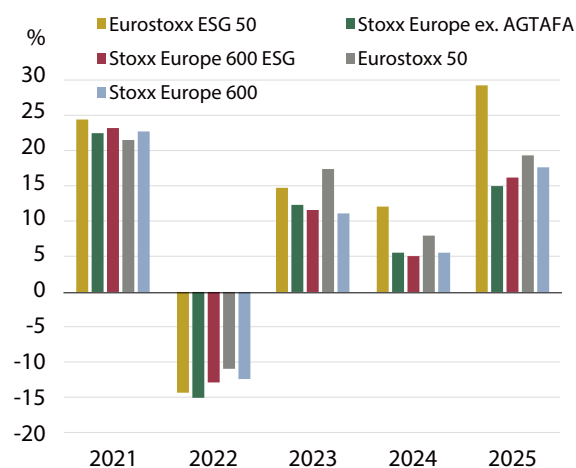
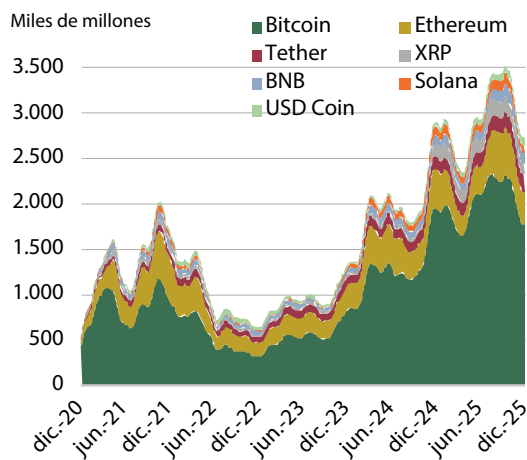


Gráfico A36: Rentabilidad índices de RV europeos ASG



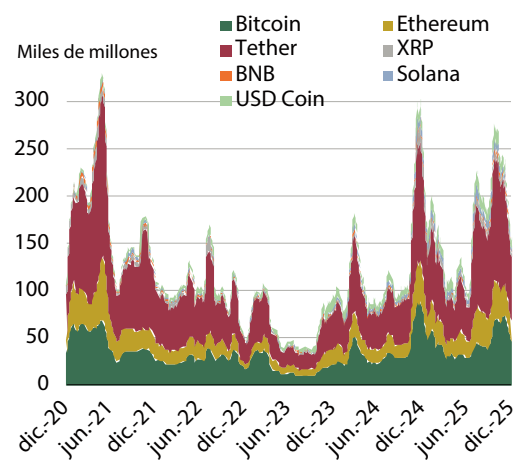
Criptoactivos

Gráfico A37: Capitalización mercado crypto (media móvil 1 mes, \$)



Tether y USD Coin son *stablecoins*.

Gráfico A38: Negociación crypto (media móvil 1 mes, \$)



Tether y USD Coin son *stablecoins*.

Gráfico A39: Precios crypto *non-stable* (\$)

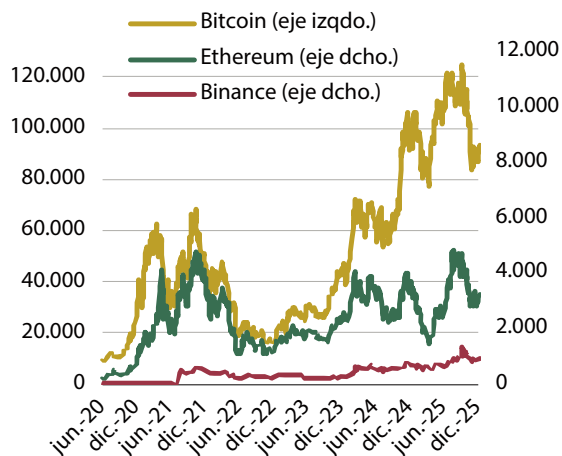


Gráfico A40: Volatilidad del bitcoin

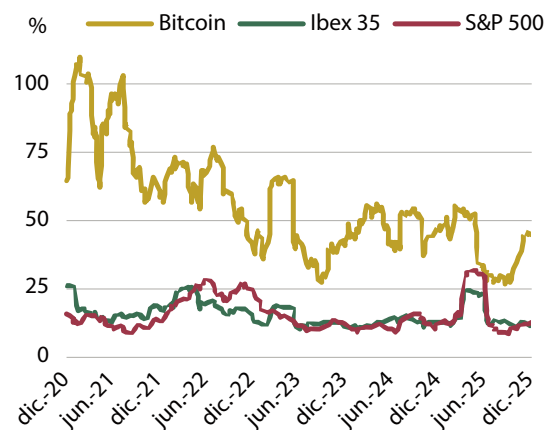
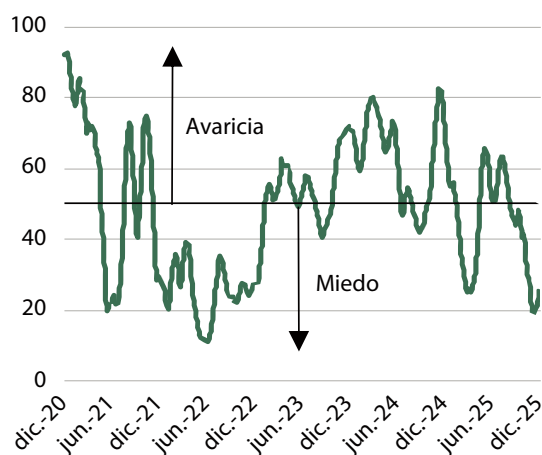


Gráfico A41: Índice de sentimiento sobre crypto *greed and fear* (media móvil 1 mes)



Anexo II. Mapa de color

INDICADOR		Intervalos referencia ¹	2020												2021												2022												2023												2024												2025											
			e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d												
RIESGO MACRO	Riesgo macroeconómico																																																																									
	PIB (% var. anual)	fijos_1c																																																																								
	Tasa de paro (% población activa)	fijos_1c																																																																								
	Inflación (% var. anual IPC)	fijos_2c																																																																								
	Saldo público (% PIB)	fijos_1c																																																																								
	Deuda pública (% PIB)	fijos_1c																																																																								
	Índice de competitividad	fijos_2c																																																																								
Índice de sentimiento económico	fijos_1c																																																																									
RIESGO DE MERCADO	Riesgo de mercado																																																																									
	Ibex 35	p_3A_2c																																																																								
	Índice Medium Caps	p_3A_2c																																																																								
	Índice Small Caps	p_3A_2c																																																																								
	Índice FTSE Latibex All-Share	p_3A_2c																																																																								
	Ratio PER Ibex 35	p_h_2c																																																																								
	Tipos de Interés a corto plazo deuda pública 3m (%)	p_3A_2c																																																																								
	Tipo de interés pagarés 3m (%)	p_3A_2c																																																																								
	Tipos de Interés a largo plazo deuda pública 10A (%)	p_3A_2c																																																																								
	Tipo de interés renta fija privada a largo plazo 10A (%)	p_3A_2c																																																																								
	Pendiente de la curva 10A-1A (p.b.)	fijos_2c																																																																								
	Precio del petróleo (US\$/baril)	p_3A_2c																																																																								
Precio del oro (US\$, 31/12/1969 = 100)	p_3A_2c																																																																									
Indicador de aversión al riesgo	fijos_2c																																																																									
RIESGO DE CRÉDITO	Riesgo de crédito																																																																									
	Financiación a hogares (% var. anual)	fijos_2c																																																																								
	Financiación a sociedades no financieras (% var. anual)	fijos_2c																																																																								
	Precios del sector inmobiliario (% var. anual)	fijos_2c																																																																								
	Prima de riesgo del bono de deuda soberana (p.b.)	fijos_1c																																																																								
	CDS del bono de deuda soberana (p.b.)	fijos_1c																																																																								
	CDS del sector no financiero (p.b.)	fijos_1c																																																																								
	CDS del sector financiero (p.b.)	fijos_1c																																																																								
RIESGO DE LIQUIDEZ Y FINANCIACIÓN Y	Cambios en los estándares de oferta de crédito (%)	fijos_2c																																																																								
	Ratio crédito sobre depósitos	fijos_2c																																																																								
	Ratio de morosidad (%)	fijos_1c																																																																								
	Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación																																																																									
RIESGO DE LIQUIDEZ Y FINANCIACIÓN Y	Bid-ask spread Ibex 35 (%)	p_3A_1c																																																																								
	Volatilidad Ibex 35 (%)	p_3A_1c																																																																								
	Liquidez deuda pública a largo plazo (%)	p_3A_1c																																																																								
	Contratación en el SIBE (promedio diario, mill. euros)	p_3A_2c																																																																								
	Spread interbancario (LIBOR-OIS) 3m (p. b.)	p_3A_1c																																																																								
	Préstamo neto del Eurosistema (mill. euros)	fijos_1c																																																																								
	Diferencial t.i. crédito empresas Esp-UEM, <1 millón (%)	fijos_1c																																																																								
	Diferencial t.i. crédito empresas Esp-UEM, >1 millón (%)	fijos_1c																																																																								
	Volatilidad tipos interés a largo plazo deuda pública (%)	p_3A_1c																																																																								
	Emissiones brutas de renta fija en la CNMV (mill. euros)	p_h_2c																																																																								
Emissiones de renta variable en la CNMV (mill. euros)	p_h_2c																																																																									
RIESGO DE CONTAGIO	Riesgo de contagio																																																																									
	Correlación tipo de interés bono deuda pública 10A con los bonos europeos core (Ale, Fra, Hol, Bél)	corr_3m_2c																																																																								
	con los bonos europeos periféricos (Ita, Por, Gre, Irl)	corr_3m_2c																																																																								
	Correlación rentabilidad clases de activos financieros	corr_3m_2c																																																																								
	Correlación sectores financieros	fijos_1c																																																																								

Fuente: CNMV y Refinitiv Datastream.

- 1 Los intervalos de referencia pueden ser: i) fijos: límites numéricos determinados, una (1c) o dos colas (2c); ii) corr_3m: coeficientes de correlación calculados en ventanas de 3 meses; iii) p_3A: percentiles calculados en distribuciones móviles de 3 años, una cola (1c) o dos colas (2c), o iv) p_h: percentiles calculados sobre la distribución de la serie histórica.
- 2 Datos hasta el 6 de octubre.

Anexo III. Notas explicativas

Fuentes de información:

La mayor parte de la información cuantitativa a partir de la cual se elaboran los indicadores que se presentan en los gráficos y en los mapas de color de esta nota se obtiene de Refinitiv Datastream y de Bloomberg. Como excepciones destacan las siguientes: i) los datos sobre IIC se obtienen a partir de la información disponible en la CNMV, ii) la información de emisiones ASG se nutre de información del Banco de España, la CNMV y Dealogic, iii) los indicadores de capitalización y negociación de criptomonedas proceden de CoinMarketCap, y iv) el indicador de sentimiento de *bitcoin* tiene como fuente Kaggle.

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles (gráfico 1): El indicador de estrés proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico del sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero (renta variable, renta fija, intermediarios financieros, mercado monetario, derivados y mercado de cambios) y lo agrega para obtener una única cifra. La evaluación del estrés para cada segmento se realiza mediante funciones de distribución acumuladas y la posterior agregación tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos, de manera que el indicador pone más énfasis en las situaciones de estrés en las que la correlación es muy alta. Las variables de estrés elegidas en cada segmento se corresponden, en términos generales, con volatilidades, primas de riesgo, indicadores de liquidez y pérdidas abruptas de valor. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a periodos de estrés reducido en el sistema financiero, 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. La metodología de este indicador sigue la del trabajo que Holló, Kremer y Lo Duca propusieron en 2012 para un indicador similar en la zona euro. Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes, véanse 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 una mayor 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, disponible en: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf.

Mapa de color: síntesis por mercados y categorías de riesgo (gráfico 2 y anexo final): Los mapas de color que se presentan en esta nota recogen la evolución mensual de los indicadores más relevantes del sistema financiero español durante los últimos años. Contienen información sobre los mercados de valores nacionales, el sector bancario y algunas variables macroeconómicas. El propósito fundamental que guía la elaboración de estos mapas es proporcionar una idea de la posición de los indicadores de referencia en relación con su historia reciente (en la mayor parte de los casos, tres años) o con algunos límites predefinidos y asociar esta posición a un color determinado. La evolución de un indicador desde el verde hasta colores más cálidos (naranja o rojo) no implica necesariamente la existencia de un riesgo, sino un movimiento hacia un valor extremo en el periodo o en el rango de valores que se utiliza como referencia. La permanencia de un indicador en valores extremos durante un periodo prolongado puede sugerir la necesidad de un análisis más detallado, esto es, se puede interpretar como una señal de alerta. El mapa de color más extenso incluye 43 indicadores³⁸, 5 de los cuales elabora la CNMV. La multitud de

³⁸ Desde junio de 2017, el mapa de color incluye un indicador adicional: el *spread bid-ask* del bono de deuda soberano a 10 años.

indicadores que se han tomado en consideración permite realizar un análisis de vulnerabilidades para cada segmento de los mercados financieros (renta variable, renta fija, sector bancario, etc.) o para distintas categorías de riesgo (macro, mercado, liquidez, crédito, etc.), como se ilustra en el gráfico 2. Los colores de estos agregados se asignan calculando una media ponderada de los valores de los indicadores individuales que los componen. En cada agregado, uno de los indicadores individuales determina la generación del color general; por ejemplo, en el riesgo macroeconómico el indicador que determina el cálculo del agregado es el PIB. Para un mayor detalle sobre la metodología y el análisis de estos mapas, véase Cambón, M.I. (2015). «Identificación de vulnerabilidades en el sistema financiero español: una aplicación de los mapas de color». *Boletín de la CNMV*, Trimestre I, pp. 109-121.

Riesgo de contagio: Los indicadores que componen este bloque tienen una complejidad algo superior. A continuación, se exponen las más relevantes:

- **Correlación entre clases de activos (gráfico A25).** Los pares de correlaciones se calculan con datos diarios en ventanas de 3 meses. Las clases de activos son 6: deuda soberana, renta fija privada de entidades financieras, renta fija de entidades 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 un comportamiento gregario por parte de los inversores. Esta situación podría derivar 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 sistémico.
- **Correlación entre la rentabilidad del bono español a 10 años y otros europeos (gráfico A26).** La correlación se calcula con datos diarios en ventanas de 3 meses. Los países del grupo *core* son Alemania, Francia, Países Bajos y Bélgica, y los periféricos son Portugal, Italia, Grecia e Irlanda.

Inversores

- **Índice de confianza de los consumidores (*Consumer Confidence Index*, CCI) (gráfico A30):** El índice es un indicador de las perspectivas de consumo y ahorro de los hogares como resultado de sus respuestas a preguntas relacionadas con su situación financiera esperada, su sentimiento acerca de la situación económica general, el desempleo y la capacidad de ahorro. Un valor por encima de 100 indica un aumento de la confianza de los consumidores en relación con la situación económica futura, por lo que son menos propicios a ahorrar y, en consecuencia, más proclives a aumentar sus gastos en los siguientes 12 meses. Los valores inferiores a 100 indican una actitud pesimista frente a la situación económica que lleva a los consumidores a ahorrar más y consumir menos.

Finanzas sostenibles

- **Rentabilidad índices de RV europeos ASG (gráfico A36).** Los índices de renta variable con características ASG son el índice Eurostoxx 50 ASG y el índice Eurostoxx Europe Sustainability ex AGTAF. El primero se basa en el índice Eurostoxx 50, a partir del cual se aplican determinados criterios de exclusión y, además, se excluye el 10 % de las compañías con el peor *rating* ASG y se sustituye por compañías con *rating* ASG más

elevado y del mismo sector. Entre las empresas excluidas están, por ejemplo, aquellas que no cumplen con los Principios del Pacto Mundial de las Naciones Unidas (Global Compact Principles), las que presentan controversias con temas de armas o las que son productoras de tabaco. El segundo índice relacionado con los criterios ASG tiene información de un número variable de compañías de 17 países europeos que excluye de forma explícita aquellas que obtienen ingresos del alcohol (A), el juego (G), el tabaco (T), el armamento (A), las armas de fuego (F) y el entretenimiento para adultos (A).

Criptoactivos

- **Volatilidad histórica del *bitcoin* (gráfico A40):** Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios en ventanas de 90 días.
- **Índice de sentimiento sobre *bitcoin* (*greed and fear*³⁹) (gráfico A41):** El Índice es una métrica que evalúa las emociones predominantes en el mercado. Se basa en diversos factores como la volatilidad, el volumen de operaciones, el sentimiento en redes sociales y las encuestas. Se mide en una escala de 0 a 100, en la que los valores bajos se interpretan como percepciones excesivamente negativas del mercado (miedo) y los valores altos se interpretan como percepciones excesivamente optimistas (avaricia).

³⁹ Kaggle. «[Bitcoin & Fear and Greed](#)».



Exposición de las IIC españolas a compañías tecnológicas y de inteligencia artificial en 2023, 2024 y junio de 2025

Carmen López (*)

* Carmen López pertenece al Departamento de Estudios y Estadísticas de la CNMV.

Contenido

Resumen	43
1 Introducción	44
2 Datos	46
3 Resultados del estudio	50
3.1 Exposición media total	50
3.2 Exposición por vocaciones	51
3.3 Exposición a escala individual	53
3.4 Exposición de las mayores gestoras españolas de IIC	58
4 Conclusiones	60
Bibliografía	61

Resumen

Este estudio evalúa la exposición de las carteras de las instituciones de inversión colectiva (IIC) españolas a activos financieros emitidos por compañías tecnológicas y de inteligencia artificial (IA), destacando, entre ellas, las que se conocen como las *7 magníficas* (7M), y que son: Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta, NVIDIA y Tesla. Por su liderazgo en el desarrollo tecnológico y por su tamaño, en términos de capitalización, estas grandes empresas merecen un análisis específico. La fuerte revalorización de muchas de las compañías tecnológicas en los últimos años, avalada por sus buenos resultados, y la relativa preocupación por posibles ajustes en los precios de sus acciones motivan este análisis, ya que valorar la exposición de las IIC a estas compañías puede ser informativo del posible riesgo de mercado que pueden afrontar.

Se ha trabajado con los datos de la cartera de las IIC en tres momentos distintos: diciembre de 2023 y 2024, y junio de 2025. Se ha evaluado tanto la exposición directa a estas compañías, mediante la inversión en acciones e instrumentos de deuda emitidos por ellas, como la exposición indirecta a través de las carteras en las que invierten las IIC. Y se ha empleado información de la CNMV, Thompson Refinitiv y Lipper. Precisamente uno de los valores añadidos de este trabajo es la valoración de la exposición indirecta, que ha implicado la evaluación de las carteras de esas otras IIC en las que invierten las IIC. El análisis se ha realizado para el conjunto de los fondos, para las diferentes vocaciones (renta variable, renta fija, fondos del mercado monetario y fondos mixtos) y para las cinco mayores gestoras del mercado español: Banco Santander, BBVA, Caixabank, Ibercaja y Kutxabank. También se ha evaluado la exposición de las IIC a estas compañías a nivel individual dentro de cada vocación.

Los resultados globales del trabajo revelan que la exposición media de las IIC a las compañías tecnológicas es del 9,6 % de su patrimonio, del 5,7 % para las de IA y del 3,3 % para las 7M. El análisis muestra que entre 2023 y 2024 se produjo un crecimiento de dicha exposición, mientras que en 2025 se redujo ligeramente. Es destacable el hecho de que algo más de la mitad de esta exposición se produce por la compra de acciones emitidas por estas compañías, mientras que el resto se reparte entre compras de activos de renta fija (16,4 %) —también emitidos por ellas— e inversiones en otras IIC (casi el 30 %) que a su vez invierten en compañías tecnológicas.

De entre las 4 vocaciones analizadas, la exposición más elevada corresponde a los fondos de renta variable, con un 29,2 % de su patrimonio, de media, invertido en compañías de carácter tecnológico (un 19,8 % en IA y un 12 % en las 7M). La siguen en importancia los fondos mixtos, con un 10 % de su patrimonio invertido en compañías tecnológicas. Finalmente, es muy reducida o insignificante la relevancia de estas compañías en las vocaciones de renta fija y en los fondos del mercado monetario. Desde una perspectiva individual, se ha identificado un conjunto de fondos relativamente reducido con exposiciones muy altas, pero de tamaño pequeño en relación con el conjunto de la industria. El análisis de la exposición de las cinco gestoras españolas más importantes revela posiciones sistemáticas por encima o por debajo de la media del sector, algunas crecientes en el tiempo, pero, en general, con desviaciones pequeñas respecto al conjunto.

1 Introducción

La irrupción a gran escala de la IA ha supuesto un cambio importante en el modelo socioeconómico, caracterizado por mejoras incipientes en eficiencia y productividad de los procesos y tomas de decisiones. Desde 2023, sobre todo, se observa un interés creciente por la IA, tanto en términos de inversión financiera como por parte de la opinión pública. Las expectativas han crecido en la medida en que herramientas como ChatGPT se han popularizado entre la población, al contar con un modelo de entrenamiento lo suficientemente robusto como para responder con sentido a las preguntas de los usuarios. Este crecimiento tiene lugar a pesar de las declaraciones efectuadas por instituciones como el Fondo Monetario Internacional (FMI), en las que se recuerda que la economía global todavía no está experimentando una penetración de la IA que demuestre su aporte al aumento de la productividad (Saiz, 2025).

Las crecientes expectativas en torno al desarrollo de la IA y, en general, sobre las compañías de carácter más tecnológico han dado lugar a revalorizaciones muy importantes en este sector. Así, por ejemplo, el índice Nasdaq 100, de carácter eminentemente tecnológico, se revalorizó un 188,3 % desde enero de 2020 hasta diciembre de 2025, alentado por el comportamiento de las conocidas como *7 magníficas*¹ (7M). Estas compañías presentan revalorizaciones de entre el 141,4 % de Amazon y el 2.956,3 % de NVIDIA en el mismo periodo. En casos como NVIDIA y Microsoft, la capitalización bursátil superó, en 2025, los 5 y 4 billones de dólares, respectivamente.

Hace un tiempo, la expansión de este sector en términos de capitalización se veía justificada, al estar en consonancia con los beneficios obtenidos por las compañías, y no se encontraba una similitud completa con los hechos observados en burbujas anteriores como, por ejemplo, la de las *puntocom*. Sin embargo, la preocupación por la posible sobrevaloración del precio de las tecnológicas es creciente y se detecta una cierta *complacencia* de los mercados, que parecen desligarse de las expectativas de crecimiento de las compañías y de sus fundamentales.

Algunos hechos acaecidos en 2025 ponen de manifiesto la sensibilidad de las cotizaciones de las compañías tecnológicas a noticias que pueden ser desfavorables para ellas. Un ejemplo tuvo lugar el 27 de enero de 2025, con la irrupción de la compañía china de bajo coste Deepseek², que provocó caídas generalizadas. Otro momento complicado se produjo el 6 de agosto de 2025, cuando el presidente Trump anunció aranceles del 100 % a los semiconductores. Un elemento adicional que hay contemplar es el de la ciberseguridad. Las compañías que se dedican al desarrollo de la IA están expuestas a sufrir reveses en la cotización debido a fallos en sus sistemas de ciberseguridad, lo que puede terminar afectando a la credibilidad.

En este contexto, es especialmente importante monitorizar la exposición de los agentes a estas compañías, ante el posible riesgo de mercado, en el caso de que se produzca un ajuste severo de los precios, y las consecuentes espirales de contagio, negativas en los mercados financieros. Desde el punto de vista de la CNMV, esta monitorización es particularmente relevante en el caso de las IIC. Un episodio negativo puede generar pérdidas importantes para los partícipes, y aumentos de los reembolsos que los gestores deberían afrontar haciendo uso, en su caso, de las herramientas disponibles en la gestión de la liquidez.

¹ Las empresas consideradas como las 7M son: Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta Platforms, NVIDIA y Tesla.

² Este fenómeno hizo caer a NVIDIA un 16,7 % en 1 solo día, más de 500.000 millones de dólares de capitalización, pérdida de la que tardó en recuperarse casi 5 meses.

El objetivo de este estudio es cuantificar la exposición de las IIC españolas a activos emitidos por el conjunto de las empresas tecnológicas, de IA, y de las 7M. Un antecedente directo es el publicado por ESMA, en febrero de 2025, con el título *Portfolio investment in IA by EU funds*. En él se analiza la exposición de los fondos europeos de renta variable a las empresas de IA, centrándose en siete índices especializados y clasificando como empresas de IA aquellas que pertenecen a dos o más de estos índices. El 75 % de las empresas de IA consideradas son estadounidenses, mientras que 10 tienen su domicilio en el este de Asia, 6 en la Unión Europea y 4 en Israel. El informe pone de manifiesto el fuerte crecimiento de la exposición a compañías de IA, que ha pasado, en los fondos de gestión activa, del 9 % del patrimonio en 2021 y 2022 al 14 % en junio de 2024 y, en los de gestión pasiva, del 9 % al 12 %. Este incremento se ha debido, en parte, a las acciones de las 7M, cuya relevancia en los fondos activos se duplicó en un año (Bagattini & Piazza, 2025).

El estudio de ESMA observa que el aumento de la inversión de los fondos europeos en empresas de IA ha sido proporcional al incremento de su capitalización, por lo que la participación de los fondos en estas compañías se ha mantenido relativamente estable, justo por encima del 2 % de dicha capitalización.

En el presente estudio se evalúa la exposición de las IIC españolas no solo a las compañías de IA y a las 7M, sino también a las empresas tecnológicas en general en tres momentos diferenciados: diciembre de 2023, diciembre de 2024 y junio de 2025. Para ello se analizan las carteras, focalizándose en la exposición directa a los activos de renta variable y renta fija emitidos por las compañías, e indirecta, evaluando la cartera de inversiones en otras IIC. El análisis se realiza desde una perspectiva global, por vocaciones, por compartimentos y por las cinco gestoras con mayor cuota de mercado en el segmento de la inversión institucional.

2 Datos

Para analizar la exposición de las IIC españolas a las empresas mencionadas se ha utilizado información de las carteras de las IIC a nivel de compartimento en diciembre de 2023 y de 2024, y en junio de 2025. Con el fin de restar complejidad a la redacción de este informe, el análisis se referirá a fondos de inversión, en lugar de compartimentos³. Esta información proviene de los estados reservados que recibe periódicamente la CNMV. También se han empleado datos procedentes de las carteras de las IIC sobre las inversiones realizadas en otras IIC, a partir de la base de datos de Lipper Refinitiv. Además, se ha utilizado información de Thomson Refinitiv para identificar el sector de las compañías en cartera, así como otras características necesarias para el análisis.

Compartimentos y patrimonio de las IIC¹

CUADRO 1

Año	N.º compartimentos	Pertenecientes a FI	Pertenecientes a SICAV	Patrimonio total (millones de euros)
2023	2.162	1.715 (79,32 %)	447 (20,68 %)	365.992
2024	2.142	1.714 (80,02 %)	428 (19,98 %)	420.496
Jun.-2025	2.126	1.706 (80,24 %)	420 (19,76 %)	442.339

Fuente: CNMV.

1 En diciembre de 2023 había en España 1.548 FI, de los cuales solo 35 tenían más de 1 compartimento, y 447 SICAV. En diciembre de 2024 había 1.553 FI, de los cuales 35 tenían más de 1 compartimento, y 428 SICAV. En junio de 2025 eran 1.468 FI, de los cuales 48 contaban con más de 1 compartimento, y 420 SICAV.

El análisis también ha requerido la clasificación de los compartimentos en las vocaciones más importantes, a saber: renta fija, renta variable, mixtos y monetario, pues la exposición de estas entidades al sector tecnológico puede variar mucho en función de la vocación. Como puede deducirse del gráfico 1, la relevancia de las diferentes vocaciones —en términos de patrimonio— en el periodo de análisis ha experimentado algunos cambios: la vocación de IIC mixtas ha disminuido del 46 % en diciembre de 2023 al 42 % en el mismo mes de 2024, y al 40 % en junio de 2025. Por su parte, la vocación de renta variable ha sido muy estable: de un 16 % en diciembre de 2023 y 2024, y de un 15 % en junio de 2025. En cambio, la vocación de renta fija aumentó su relevancia como consecuencia de la subida de tipos en estos años, pasando del 35 % en diciembre de 2023, al 37 % un año después, y al 40 % en junio de 2025. También incrementó su patrimonio la vocación de los fondos del mercado monetario, que pasó del 3 % al 5 % y al 6 %, respectivamente.

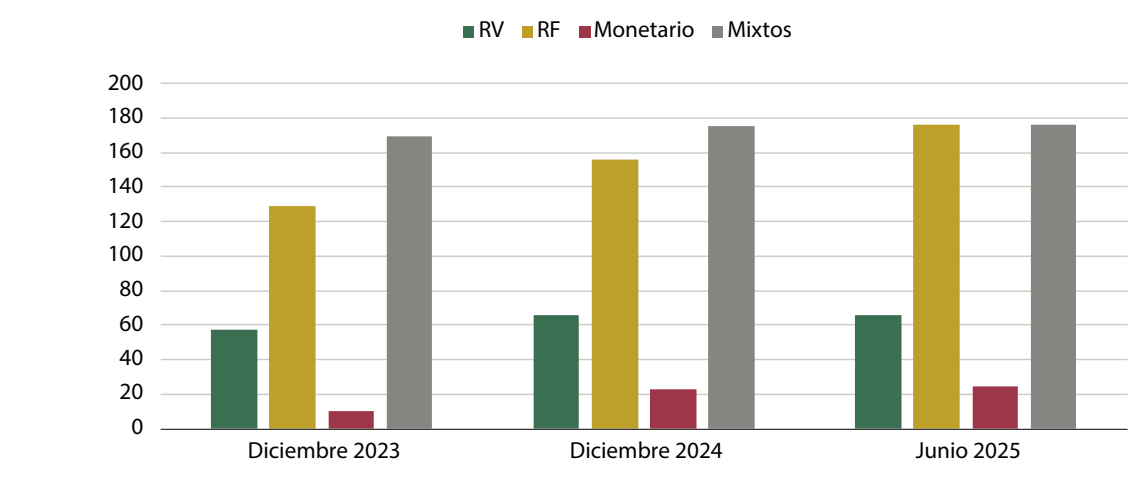
El universo de empresas tecnológicas utilizadas para calcular la exposición de las IIC se compone de 810 compañías. De ellas, 790 se han identificado en la base de Thomson Refinitiv y 20 más se han añadido por pertenecer, al menos, a 2 de los 7 índices de IA considerados en el estudio de ESMA (y que se mencionan a continuación). En el cuadro 2 se puede ver la distribución de las empresas de IA según el número de índices a los que pertenecen. El universo de compañías de IA al que se refiere este estudio está formado por un total de 84 empresas y se ha determinado siguiendo la propuesta de ESMA, es decir, seleccionando aquellas que están en 2 o más de los siguientes índices de renta variable especializados en IA:

³ Véase nota explicativa del cuadro 1.

- Nasdaq CTA AI Index,
- WisdomTree’s AI & Innovation Index
- ROBO Global’s AI Index
- Solactive’s Generative AI Index
- Morningstar’s Global Next Generation AI Index
- Indxx’s AI
- S&P Kensho Global AI Enablers Index

Distribución patrimonial de las IIC por vocación¹

GRÁFICO 1



Fuente: Elaboración propia. CNMV.
 1 Datos en miles de millones de euros.

Distribución de las empresas en los diferentes índices de IA¹

CUADRO 2

N.º de índices a los que pertenecen	Empresas de IA
2	Accenture, Advantech, Akamai Technologies, Alchip Technologies, ASML Holding NV, Astera Labs, Baidu, Beijing Fourth Paradigm Technology, CCC Intelligent Solutions Holdings, CrowdStrike Holdings, Dassault Systems, Deere & Co, Digitalocean Holdings, Dynatrace, Elastic NV, Epam Systems, Global Unichip, Hewlett Packard Enterprise Company, Hubspot, Infineon Technologies AG, Informatica, JD.com, JFROG, Lattice Semiconductor, Naver, NXP Semiconductors N.V., Open Text NPV, Palo Alto Networks, Pegasystems, PTC, Pure Storage, Recursion Pharmaceuticals, Samsara, SAP SE NPV, Seagate Technology Holdings, Shopify, Siemens AG, Soundhound AI, Symbolic, Tempus AI, Teradata, Vertiv Holdings, Workday.
3	Apple, Arista Networks, Autodesk, Cadence Design Systems, Cloudflare, Datadog, MongoDB, Nice, Okta, Samsung Electronics, SentinelOne, Tencent Holdings, Teradyne, Zscaler
4	IBM, Marvell Technology, Micron Technology, Qualcomm, Salesforce, ServiceNow, SK Hynix, Super Micro Computer, Synopsys, Tesla
5	Adobe, Ambarella, C3.ai, Intel, Oracle, TSMC (Taiwan Semiconductor Manufacturing Co), UiPath
6	Advanced Micro Devices, Alibaba Group Holding, Amazon.com, Broadcom, Meta Platforms, Palantir Technologies, Snowflake
7	Alphabet, Microsoft, NVIDIA

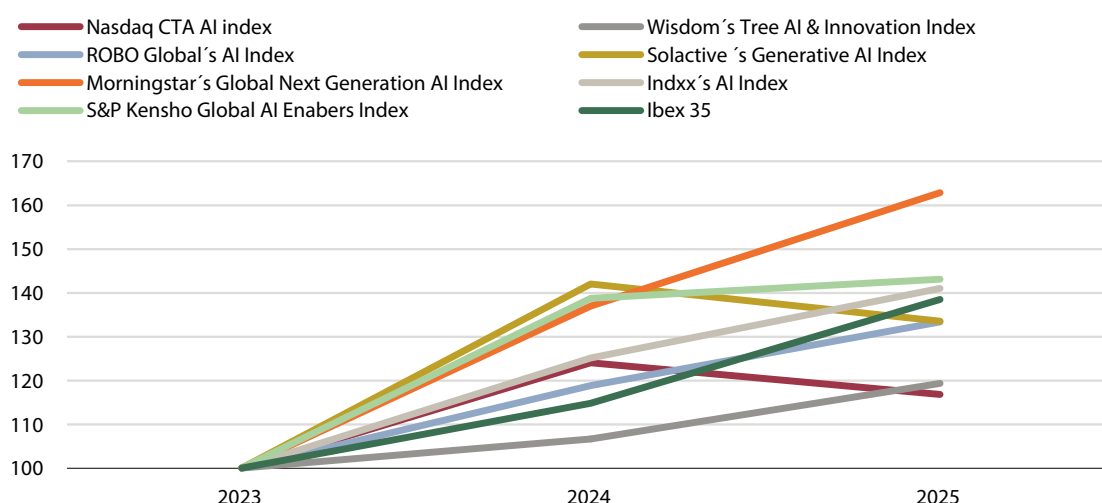
Fuente: Elaboración propia a partir de la composición de los diferentes índices.
 1 Composición de los diferentes índices de IA a junio de 2025.

El que las empresas estén incluidas en dos o más índices es relevante no solo por su capitalización, sino también por la diversidad de compañías que los índices seleccionan para representar al sector. Por ello, este estudio ha realizado un análisis de la exposición en tres dimensiones: i) exposición de las IIC respecto del conjunto de tecnológicas, ii) respecto al subconjunto que representan las empresas de IA (identificadas según se ha explicado) y iii) respecto de las grandes empresas que lideran la IA y que han sido consideradas como las 7M.

El gráfico 2 muestra la evolución de los siete índices de IA indicados previamente desde el año 2023. Aunque todos ellos han experimentado revalorizaciones importantes en este periodo, se observa tanto una elevada disparidad entre sí como un comportamiento diferente en 2024 (al alza) y 2025 (bajadas en algunos). Así, por ejemplo, en 2024, el índice que tuvo menor rendimiento respecto de 2023 fue WisdomTree's AI & Innovation Index, con un 6,7 %, mientras que el de mayor rendimiento alcanzó un 42 % (Solactive's Generative AI Index). Ese año la revalorización del Ibex 35 fue del 14,8 %, situándose en un rango medio. Sin embargo, entre diciembre de 2024 y junio de 2025, el resultado fue muy dispar, ya que se produjeron bajadas en la cotización del Nasdaq CTA AI Index y del Solactive's Generative AI Index de un 5,8 % y un 5,9 %, respectivamente, y subidas del 3,2 % del S&P Kensho Global AI Enabers Index y del 18,9 % del Morningstar's Global Next Generation AI Index. Esto no hace sino confirmar la heterogeneidad que existe dentro de este tipo de compañías.

Evolución de los siete índices de IA y del Ibex 35 (2023-2025)

GRÁFICO 2



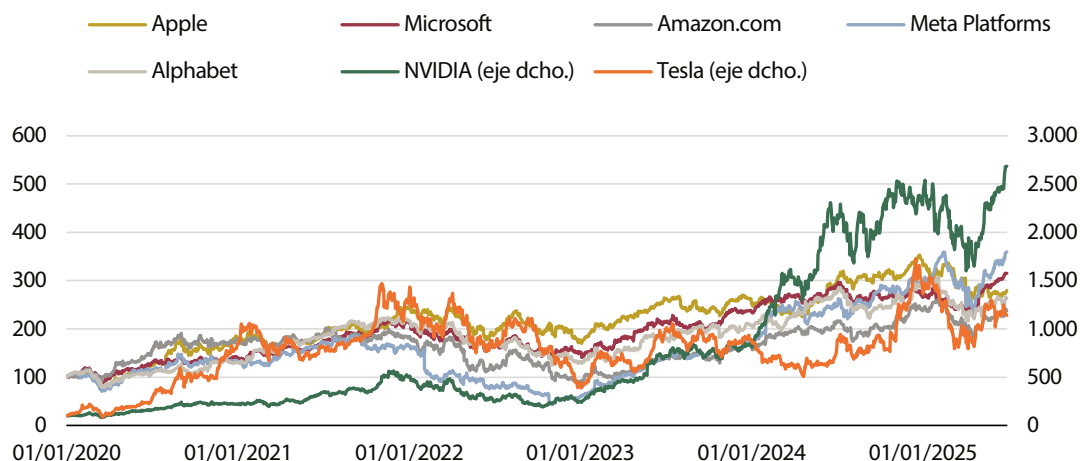
Fuente: Elaboración propia a partir de las cotizaciones publicadas en sus páginas web. En el caso del Ibex 35, la cotización se ha obtenido de Thomson Refinitiv. 2023 = 100.

El gráfico 3 muestra la evolución de las 7M desde enero de 2020 a junio de 2025, con revalorizaciones importantes en su cotización. Este gráfico también pone de manifiesto la heterogeneidad de este grupo de compañías, si bien puede identificarse como punto en común una notable expansión en 2023. En 2024 la expansión continuó, con distintas intensidades, y en 2025, al igual que en los índices, algunas se significaron por reducir el precio de sus acciones durante el primer semestre, mientras que otras prosiguieron con el aumento.

Así, por ejemplo, en 2024 la empresa que tuvo la menor revalorización respecto de 2023 fue Microsoft, con un 12,1 %, mientras que la de mayor rendimiento fue NVIDIA, con un 171,2 %. Sin embargo, entre diciembre de 2024 y junio de 2025, el resultado fue muy dispar, ya que se produjeron bajadas en la cotización de Apple, Alphabet y Tesla de un 18,1 %, un 6,9 % y un 21,3 %, respectivamente, y subidas menores en 2025 respecto de las de 2023 y 2024, que fueron del 0 % en el caso de Amazon y del 26,1 % de la empresa Meta Platforms.

Evolución de las 7 magníficas (2020-2025)

GRÁFICO 3



Fuente: Elaboración propia a partir de las cotizaciones obtenidas de Thomson Refinitiv. 1 de enero de 2020 = 100.

3 Resultados del estudio

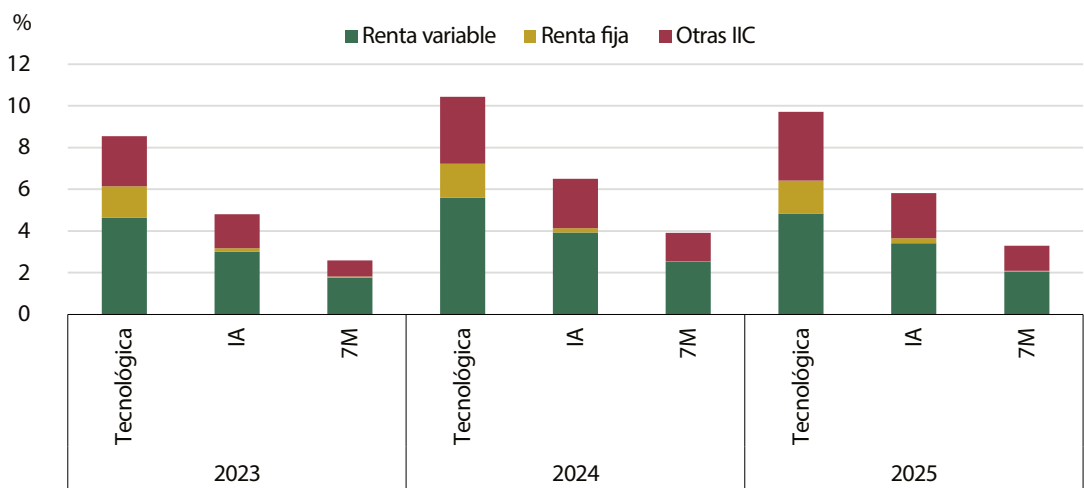
3.1 Exposición media total

El análisis realizado sobre la cartera de fondos de inversión revela que su exposición a las empresas tecnológicas es elevada: asciende al 9,6 % de su patrimonio de media entre diciembre de 2023 y junio de 2025. De esta exposición, la que corresponde a empresas de IA representa un 5,7 % del patrimonio y la del grupo de las 7M, un 3,3 %. Como se observa en el gráfico 4, la media de las tres exposiciones estimadas muestra un crecimiento entre diciembre de 2023 y diciembre de 2024, y un descenso en el primer semestre de 2025. Así, la exposición a las compañías tecnológicas aumentó del 8,6 % del patrimonio en 2023 hasta el 10,4 % en 2024, y se redujo ligeramente hasta el 9,7 % en junio de 2025. La exposición a compañías de IA pasó del 4,8 % del patrimonio en 2023 al 6,5 % en 2024, para acabar en el 5,8 % en 2025. Y, finalmente, la exposición a las 7M fue del 2,6 %, el 3,9 % y el 3,3 % en los mismos periodos.

Como se observa también en el gráfico 4, y en relación con la exposición total a compañías de carácter tecnológico, cabe destacar que, de forma aproximada, la mitad de esta exposición se origina por la inversión directa en acciones de estas compañías (5 % del patrimonio de media), y que la otra mitad se reparte entre inversiones en activos de renta fija emitidos por las compañías tecnológicas (1,6 % del patrimonio de media) y en inversiones en otras IIC que, a su vez, invierten en estas compañías (3 % del patrimonio de media). Es interesante comentar que la inversión directa en acciones y renta fija de compañías tecnológicas aumentó —en relación con el patrimonio— en 2024 y retrocedió ligeramente en el primer semestre de 2025, mientras que la inversión indirecta, vía inversión en otras IIC, no ha dejado de incrementarse, pasando del 2,4 % al 3,3 % del patrimonio en el periodo de análisis.

Exposición media respecto a las empresas tecnológicas, IA y 7M¹
(% del patrimonio)

GRÁFICO 4



Fuente: Elaboración propia. Datos a junio de 2025.

1 Exposición media directa (renta fija y renta variable) e indirecta (a través de inversiones en otras IIC).

En cuanto a las empresas de IA, como se ha comentado anteriormente, la exposición media ha seguido la misma tendencia que en el caso de las tecnológicas: se incrementó entre 2023 y 2024, ya que pasó del 4,8 % del patrimonio al 6,5 %, y descendió hasta el 5,8 % en junio de 2025. En este caso, la exposición se obtiene mayormente a través de inversiones en acciones, que supone más de un 60 % del total. A continuación, está la inversión por medio de otras IIC, con un 37 % del total, y el resto, muy reducido, a través de instrumentos de renta fija.

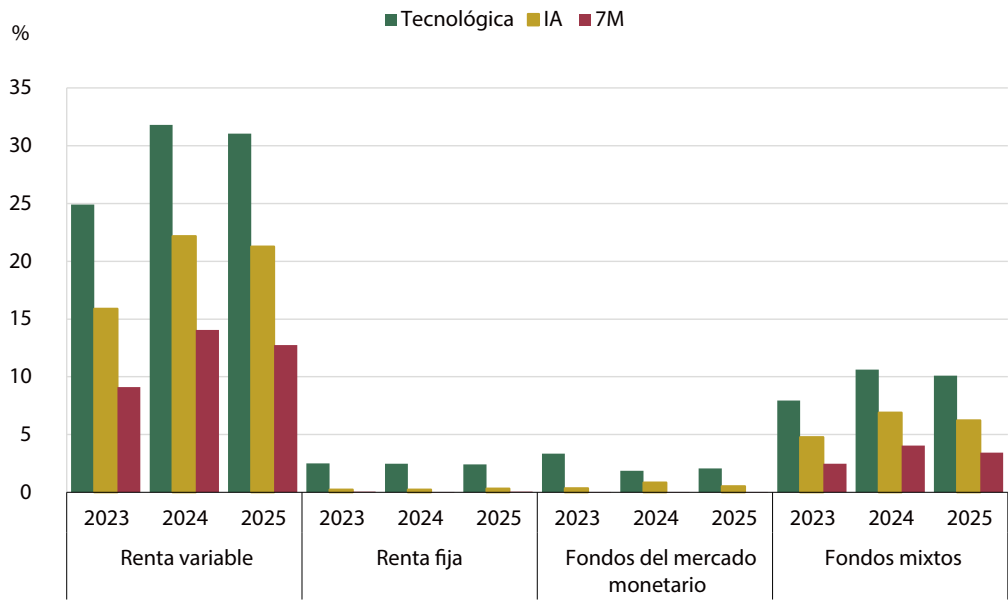
En el caso de las 7M, la exposición fue, de media, del 3,3 % de la cartera, con un máximo del 4 % del patrimonio en 2024. La inversión en acciones representaba dos tercios de la exposición total y las inversiones en otras IIC, el tercio restante.

3.2 Exposición por vocaciones

A continuación, se presenta el resultado del análisis de la exposición para las cuatro grandes vocaciones en las que se pueden agrupar los fondos de inversión: fondos de renta variable, fondos de renta fija, fondos del mercado monetario y fondos mixtos. Como se observa en el gráfico 5 y considerando que la exposición a las compañías tecnológicas se realiza, fundamentalmente, a través de emisiones de renta variable, el principal resultado de este análisis es que los fondos de renta variable presentan una exposición mucho más elevada al sector tecnológico que los del resto de las vocaciones, pues más del 30 % de su patrimonio está invertido en compañías de este tipo. A continuación, están los fondos mixtos, con alrededor del 10 % del patrimonio, y, con porcentajes muchos más bajos (entre el 2 % y el 3 %), se encuentran los fondos de renta fija y los fondos del mercado monetario. Los detalles se presentan a continuación:

Exposición de las IIC por vocaciones¹

GRÁFICO 5



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Lipper y CNMV.

1 Suma total de la exposición a las empresas tecnológicas, de IA y a las 7M, por las inversiones en renta variable, renta fija y en otras IIC, calculada sobre el patrimonio de cada vocación. Diciembre de 2023 y 2024, y junio de 2025.

3.2.1 Renta variable

Como se observa en el gráfico 5, la exposición de los fondos de renta variable a compañías tecnológicas es considerable, y mucho más si se compara con el resto de las vocaciones. Así, en junio de 2025, la exposición en las empresas tecnológicas rondaba el 31 % del patrimonio, en torno al 21 % en las de IA y al 13 % en las 7M.

El análisis desagregado de las inversiones de estos fondos revela que la exposición directa a través de las emisiones de renta variable de las empresas tecnológicas pasó del 20,7 % del patrimonio en diciembre de 2023 al 24,2 % en junio de 2025, es decir, su relevancia ha aumentado 3,4 puntos porcentuales (p.p.) en este periodo. La exposición a través de las inversiones en otras IIC, que fue cerca de 4 veces menor, también mostró un crecimiento importante, al pasar del 4,1 % al 6,9 % del patrimonio en el mismo lapso de tiempo.

En relación con la exposición a empresas de IA, se observa nuevamente que la exposición directa a las emisiones de renta variable es la más relevante: creció del 13,2 % del patrimonio en 2023 al 16,9 % en junio de 2025, por lo que su avance fue de 3,8 p.p. La exposición indirecta fue menor, aunque también tuvo un notable aumento: del 2,7 % en 2023 pasó al 4,3 % en 2024, y al 4,4 % en junio de 2025, es decir, se incrementó en 1,6 p.p.

Si se compara la exposición de los fondos europeos de renta variable a las empresas de IA que estimó el estudio de ESMA, se observa que la exposición de estos es algo inferior a la que se obtiene en este estudio sobre las IIC españolas, pues la inversión de los fondos europeos pasó del 9 % al 14 % del patrimonio entre 2021 y junio de 2024⁴, mientras que la de los fondos españoles lo ha hecho del 13,2 % al 16,9 % entre 2023 y junio de 2025⁵. Sin embargo, cabe realizar dos matizaciones que limitan la comparación: i) los periodos de tiempo de ambos análisis no coinciden (el de ESMA es anterior, acabando prácticamente cuando empieza el presente, por lo que las diferencias pueden ser aún más pequeñas) y ii) la relevancia de los fondos de renta variable en el ámbito europeo es muy superior a la de los fondos de inversión de renta variable españoles, pues los primeros suponen cerca del 30 % del patrimonio de la industria, mientras que los segundos representan el 15 % del patrimonio en España. Esto hace que las implicaciones en términos de riesgo también sean diferentes.

Finalmente, dentro del ámbito de la exposición a las 7M, la inversión en renta variable creció desde un 7,9 % en diciembre de 2023 hasta un 10,4 % en junio de 2025, un aumento de 2,5 p.p. Y la exposición indirecta pasó del 1,2 % del patrimonio en 2023 al 2,3 % en junio de 2025, niveles pequeños, pero que prácticamente se duplicaron en año y medio.

⁴ Estos porcentajes se refieren a los fondos activos. En el caso de los fondos pasivos, la exposición creció en este periodo del 9 % al 12 %.

⁵ Estos datos solo hacen referencia a la exposición directa en acciones de IA de las IIC españolas, para que sean comparables con el estudio de ESMA, que se centra en la inversión en renta variable de IA de los fondos europeos.

3.2.2 Renta fija

Los fondos de renta fija han mostrado una exposición a las compañías tecnológicas pequeña y estable en el tiempo, que apenas ha oscilado entre el 2,4 % y el 2,5 % de su patrimonio en el periodo de análisis (véase gráfico 5). Y ello, porque, si bien la inversión en estas compañías aumentó de forma notable en valores absolutos, lo hizo a un ritmo relativamente parecido al del patrimonio de esta vocación. Por lo que se refiere a las empresas de IA y a las 7M, los porcentajes de exposición estimados son de entre el 0,2 % y el 0,34 % del patrimonio para las primeras y entre un 0,03 % y un 0,05 % para las segundas, unos porcentajes muy bajos.

3.2.3 Fondos del mercado monetario

Como en el caso de los fondos de renta fija, la exposición de los fondos del mercado monetario a las compañías tecnológicas también es pequeña y en descenso, al haber pasado de un 3,4 % del patrimonio en diciembre de 2023 a un 2,1 % en junio de 2025 (véase gráfico 5). La exposición a las empresas de IA fue mucho más reducida aún (pasó del 0,35 % al 0,54 %) y a las 7M, casi inexistente (0,02 %-0,03 %).

3.2.4 Fondos mixtos

Tras los fondos de renta variable, la exposición de los fondos mixtos a las compañías tecnológicas es la segunda en importancia. Esta exposición creció en el periodo de análisis, alcanzando el 10,1 % de su patrimonio en junio de 2025, repartida del siguiente modo: un 3,1 % en inversión directa en acciones, un 5,7 % en inversiones indirectas a través de otras IIC y el resto en renta fija. Por tanto, a diferencia de los fondos de renta variable, la exposición de esta vocación a empresas tecnológicas se materializa a través de sus inversiones en otras IIC.

La exposición a las compañías de IA alcanzó el 6,2 % del patrimonio en junio de 2025. También la exposición indirecta a las empresas de IA fue más importante que la directa en acciones, ya que la primera representó el 3,8 % del patrimonio y la segunda, el 2,2 %. Finalmente, la exposición de las IIC a las 7M fue del 3,4 % del patrimonio en junio de 2025 (2,5 % en 2023), de las que casi dos terceras partes se debían a inversiones indirectas.

3.3 Exposición a escala individual

3.3.1 Fondos de renta variable

El análisis al nivel más desagregado es especialmente importante en el ámbito de los fondos de renta variable, pues, como se ha descrito en el epígrafe anterior, son los que presentan la exposición más alta al sector tecnológico. Este análisis permite conocer cómo es la dispersión de la exposición de estos fondos en torno a la media (o a la mediana) y determinar si las exposiciones individuales están muy cerca de ella o si, por el contrario, existen fondos con exposiciones muy altas, lo que los situaría en una posición de mayor vulnerabilidad potencial.

Del gráfico 6, que presenta diagramas de caja para los tres tipos de exposiciones calculadas (al sector tecnológico, a las empresas de IA y a las 7M), se deducen varias tendencias interesantes:

- i) Se observa que la exposición media de los fondos ha crecido en todo el periodo evaluado, lo que significa que el descenso observado para la media ponderada por el patrimonio, comentado en el epígrafe anterior, se puede atribuir a la moderación de la exposición en los fondos más grandes.
- ii) Se aprecia que la dispersión de la exposición de los fondos se ha ido ampliando con el tiempo. Por ejemplo, en 2023 y en el caso de la exposición al sector tecnológico, el 50 % de los fondos que mostraban exposiciones intermedias⁶ (rango intercuartílico) tenía una exposición que oscilaba entre el 8,1 % y el 26,5 % (18,4 p.p. de diferencia). En diciembre de 2024, este rango se situaba entre el 10,5 % y el 33,9 % y, en junio de 2025, entre el 11 % y el 37,4 % (26,4 p.p. de diferencia). Las conclusiones son similares para la exposición a compañías de IA y a las 7M.
- iii) Hay un número relevante de fondos que no tiene ninguna exposición o es muy baja. En el caso del sector tecnológico, entre 17 y 23 fondos no mostraban en su cartera ningún tipo de exposición (directa ni indirecta). En la misma situación se encontraban entre 102 y 118 fondos respecto a las compañías de IA, y entre 192 y 204 en relación con las 7M. Como se observa en los paneles inferiores del gráfico 7, el grueso del patrimonio está en fondos con exposiciones pequeñas.
- iv) Se identifica un conjunto de fondos con exposiciones muy elevadas⁷ y, por tanto, con una vulnerabilidad superior a *shocks* en el sector tecnológico. En el caso de la exposición al sector tecnológico, se identifican (según el año) entre 9 y 25 fondos con exposiciones muy altas (representados por puntos en el gráfico 6) que, en casos muy concretos, superan el 90 % del patrimonio. El patrimonio agregado de estos fondos no era muy elevado y descendente en el tiempo, pues suponía el 6,9 % del patrimonio de los fondos de esta vocación en 2023, el 4,3 % en 2024 y el 3,7 % en junio de 2025. Estos mismos porcentajes en relación con el patrimonio total de las IIC fueron del 1,1 %, el 0,68 % y el 0,54 %, respectivamente.

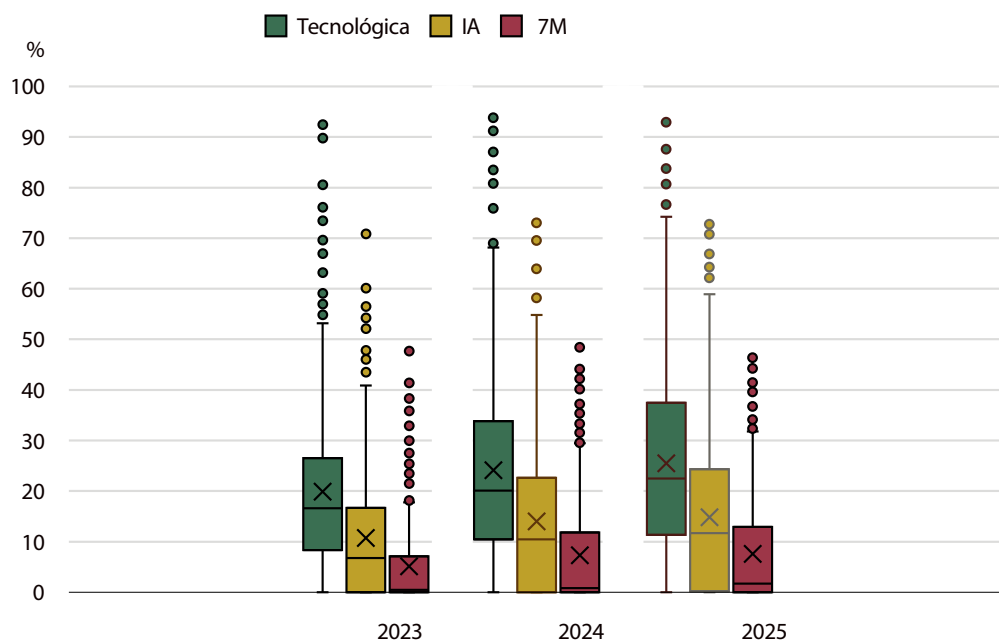
En el caso de la exposición a compañías de IA se identifican entre 6 y 15 fondos con exposiciones muy altas, que pueden superar el 70 % de su patrimonio. Estos fondos representaban, de media, el 4,6 % del patrimonio asociado a la vocación de renta variable, y el 0,61 % del patrimonio total de las IIC en el periodo estudiado.

⁶ Es decir, el rango central o intercuartílico deja fuera al 25 % de los fondos con menor exposición y al 25 % de los fondos con mayor exposición. En el gráfico se corresponde con los límites de la propia caja.

⁷ En sentido estadístico. Pertenecen a este grupo todos aquellos fondos cuya exposición es superior a la que determina el bigote superior del diagrama de cajas. Este bigote se calcula como 1,5 por el rango intercuartílico, es decir, el tercer cuartil menos el primero.

Dispersión de la exposición para la vocación de renta variable¹

GRÁFICO 6



Fuente: Elaboración propia.

¹ Este diagrama de cajas y bigotes muestra la dispersión de la exposición a las compañías tecnológicas, de IA y a las 7M. El eje de ordenadas señala la exposición en porcentaje sobre el patrimonio. Los bordes de la caja representan el primer y el tercer cuartil, junto con la media simple (en cruz) y mediana (en línea).

Por último, un apunte en relación con los fondos con mayor exposición en términos de patrimonio (véase gráfico 7). En todos ellos se observa que la proporción del patrimonio que representan los fondos con exposiciones importantes se ha incrementado en el tiempo. Así, por ejemplo, en junio de 2025, el 11,7 % del patrimonio invertido en compañías tecnológicas, en la vocación de renta variable, correspondía a fondos con una exposición superior al 50 % de su cartera, mientras que en 2023 era de solo el 7,1 %. De la misma manera, en el ámbito de la IA, el 6,8 % del patrimonio tenía una exposición superior al 50 % en junio de 2025, frente al 3,3 % en 2023. Y, en el ámbito de las 7M, el 5,7 % del patrimonio tenía una exposición superior al 40 % en junio de 2025 (2,7 % en 2023).



Fuente: CNMV.

1 Porcentaje del patrimonio de la vocación renta variable (eje y) expuesto a las empresas tecnológicas, de IA y a las 7M por intervalos de exposición (eje x), independientemente del tipo de activo en el que invierten.

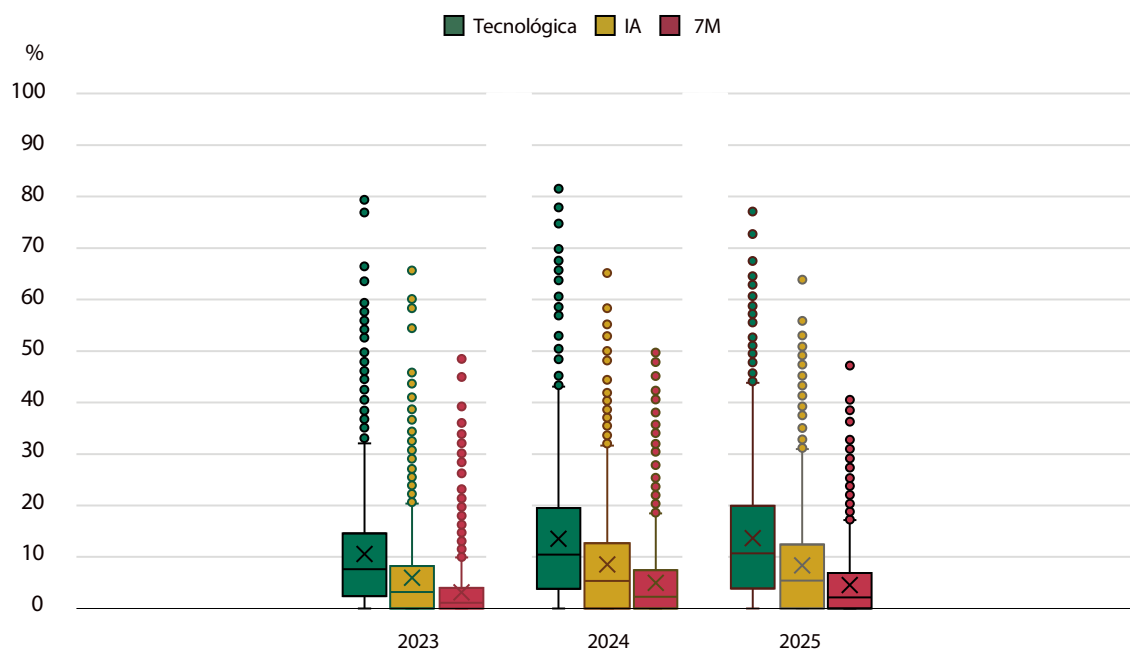
3.3.2 Fondos mixtos

El análisis individual de los fondos mixtos lleva a conclusiones relativamente parecidas a las de los fondos de renta variable, teniendo en cuenta que, pese a ser notable la exposición de estos fondos a las compañías tecnológicas (10 % del patrimonio), es mucho más pequeña que la de los fondos de renta variable. Así, el análisis de la dispersión de la exposición de estos fondos revela que su exposición media y mediana ha ido aumentando en el tiempo, y que la dispersión también lo ha hecho de forma importante, sobre todo entre 2023 y 2024 (véase gráfico 8).

También se observa que una parte notable del patrimonio de esta vocación de fondos mixtos presenta una exposición al sector tecnológico relativamente baja. En 2023, el 76 % de su patrimonio mostraba una exposición a compañías tecnológicas inferior al 10 %, aunque en 2025 el patrimonio disminuyó hasta el 59,3 %. Esta tendencia se repitió en el caso de la exposición a compañías de IA, pues un 87,9 % del patrimonio también mantuvo una exposición inferior al 10 % en 2023, y su patrimonio se redujo al 77,4 % en 2025. Y, en relación con las 7M, de media el 93,6 % del patrimonio pertenecía a fondos con una exposición menor que el 10 % en todo el periodo de análisis (véase gráfico 9).

Dispersión de la exposición para la vocación de fondos mixtos¹

GRÁFICO 8

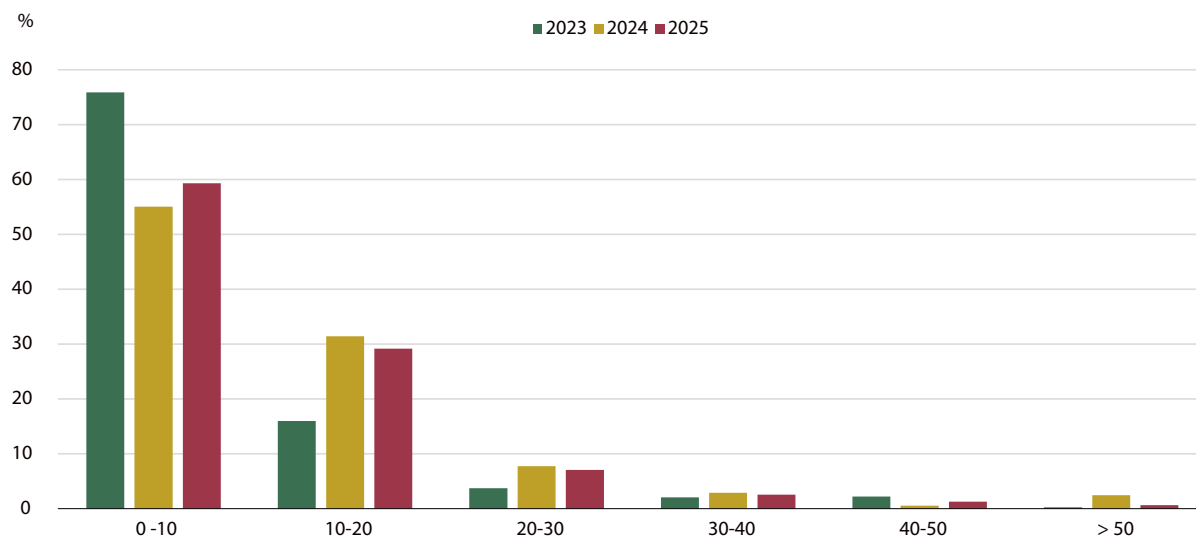


Fuente: Elaboración propia.

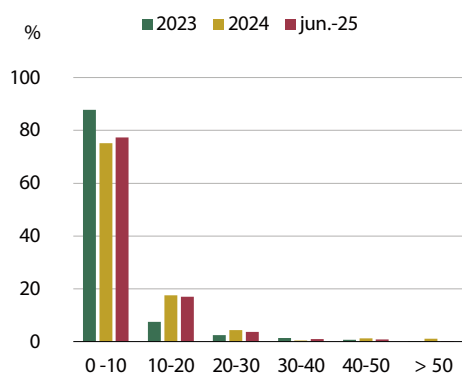
¹ Este diagrama de cajas y bigotes muestra la dispersión de la exposición a compañías tecnológicas, de IA y a las 7M. El eje de ordenadas señala la exposición en porcentaje sobre el patrimonio. Los bordes de la caja representan el primer y el tercer cuartil, junto con la media simple (en cruz) y la mediana (en línea).

La parte más importante de este análisis individual es la identificación de los fondos con exposiciones más elevadas, que en el gráfico 8 se representan con puntos. Este revela que la proporción del patrimonio con las exposiciones más altas a las compañías tecnológicas ha crecido en el tiempo, pero se mantiene en niveles relativamente contenidos. Por una parte, entre 47 y 65 fondos presentaban exposiciones muy altas, algunos por encima del 70 % del patrimonio. Pero, por otra parte, se trata de fondos de tamaño reducido, pues el patrimonio de los fondos con exposición superior al 50 % apenas llegaba al 1,1 % de media. Lo mismo ocurre con la exposición a compañías de IA y 7M, ya que el patrimonio de los fondos con exposiciones por encima del 20 % es muy bajo (véanse los paneles inferiores del gráfico 9).

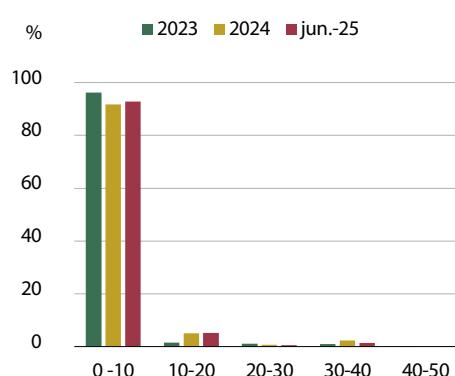
Compañías tecnológicas



Compañías de IA



7 magníficas



Fuente: CNMV.

¹ Porcentaje del patrimonio de la vocación de fondos mixtos (eje y) expuesto a las empresas tecnológicas, de IA y a las 7M por intervalos de exposición (eje x), independientemente del tipo de activo en el que invierten.

3.4 Exposición de las mayores gestoras españolas de IIC

Las gestoras que son objeto de estudio en este epígrafe son aquellas que representan, individualmente, un patrimonio superior al 5 % del total de la industria en los tres periodos analizados. Estas gestoras pertenecen a los siguientes bancos: CaixaBank, Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA), Ibercaja y Kutxabank, y suponen, conjuntamente, un 63,7 % del patrimonio de media en el periodo estudiado.

El gráfico 10 muestra la exposición de los fondos de estas cinco gestoras a las compañías tecnológicas, de IA y a las 7M. En él puede observarse que, en términos generales, el patrón temporal es similar al descrito para la industria en su conjunto; es decir, un aumento de la exposición entre 2023 y 2024, y un leve retroceso en junio de 2025, pero dejando un balance alcista en el periodo considerado.

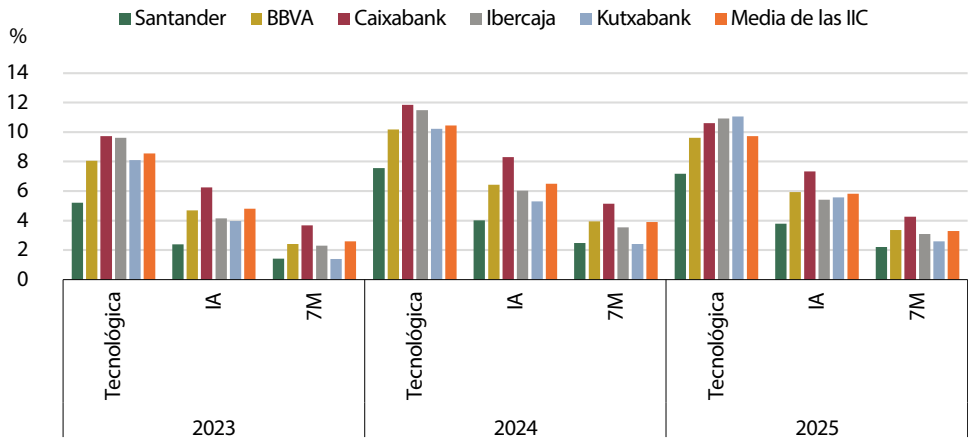
Las estimaciones realizadas indican que la gestora del Banco Santander es la que presenta la menor exposición a los tres grupos de compañías tecnológicas considerados a lo largo del periodo de estudio. Así, su exposición media a las compañías tecnológicas fue del 6,6 % de su patrimonio, del 3,4 % a las empresas de IA y del 2 % a las 7M (frente al 9,6 %, al 5,7 % y al 3,3 % para la industria en su conjunto). Por el contrario, la gestora de Caixabank muestra, en general, las mayores exposiciones, que, de media, fueron del 10,7 % para las compañías tecnológicas, del 7,3 % para las de IA y del 4,4 % para las 7M.

El resto de los casos son más heterogéneos: así, por ejemplo, se observa que la gestora del BBVA tiene una exposición relativamente baja al conjunto de las empresas tecnológicas (9,3 % de media), pero destaca cuando se reduce el grupo de interés a las empresas de IA o a las 7M. La gestora de Ibercaja, en cambio, presenta exposiciones altas al conjunto de empresas tecnológicas, pero mucho más reducidas cuando se desciende al universo de la IA y las 7M.

El ejemplo de la gestora de Kutxabank es digno de atención porque, si bien presenta exposiciones inferiores a la media de la industria en la mayoría de los casos, destaca porque su exposición no ha dejado de aumentar en el periodo de análisis, al contrario que el resto de las gestoras o que el conjunto de fondos.

Exposición de las IIC de las cinco mayores gestoras del mercado español

GRÁFICO 10



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Lipper y la CNMV.

4 Conclusiones

Este estudio, que ha evaluado la exposición reciente de las carteras de las IIC españolas a las compañías de carácter tecnológico, revela que dicha exposición (de media entre 2023 y junio de 2025) es del 9,6 % de su patrimonio, del 5,7 % para las empresas de IA y del 3,3 % para las 7M. La mitad de esta exposición se obtiene por inversiones directas en acciones de estas compañías y el resto se reparte entre inversiones en activos de renta fija y en otras IIC que, a su vez, adquieren activos de este sector. Por vocaciones, la mayor exposición se observa en los fondos de renta variable (con casi un 30 % de su patrimonio invertido en compañías de carácter tecnológico, cerca de un 20 % en las de IA y un 12 % en las conocidas como 7M), y en los fondos mixtos (con alrededor de un 10 % de su patrimonio invertido en compañías tecnológicas). Desde una perspectiva individual, destaca un conjunto de IIC relativamente reducido con exposiciones muy altas, pero de tamaño muy pequeño en relación con el conjunto de la industria. El análisis de las cinco mayores gestoras del mercado español no revela desviaciones importantes respecto a la media.

De cara al futuro, es importante continuar prestando atención a los posibles riesgos, para los mercados financieros y para sus entidades supervisadas, que pudieran derivarse de ajustes de los precios en las empresas tecnológicas o de los activos, en general, en caso de materializarse algún *shock* negativo que modifique las expectativas de los agentes. En el ámbito de los fondos de inversión, el énfasis de la institución será el de asegurar que las valoraciones de los activos en cartera sean adecuadas. Todo ello con el objeto de evitar, en la medida de lo posible, los desajustes de liquidez que puedan surgir, de modo que, en situaciones adversas de mercado o aumento de los reembolsos, las IIC cuenten con activos líquidos suficientes y con herramientas adecuadas para la gestión de la liquidez. Las experiencias pasadas en este sentido siempre han sido muy positivas.

Bibliografía

Bagattini, G., y Piazza, F. (2025). *Artificial intelligence in EU investment funds: adoption, strategies and portfolio exposures*. European Securities and Markets Authority (ESMA), Economics, Financial Stability and Risk Department. París: European Securities and Markets Authority (ESMA). Recuperado el 11 de Agosto de 2025, de https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-02/ESMA50-43599798-9923_TRV_Article_Artificial_intelligence_in_EU_investment_funds.pdf

Saiz, S. (17 de Octubre de 2025). «La IA aportará entre el 0,1% y el 0,8% al crecimiento del PIB mundial». *Expansión*, p. 29.

