



Intermediación financiera no bancaria en España

Ejercicio 2018

**Intermediación financiera
no bancaria en España**

Ejercicio 2018

El presente informe sobre la intermediación financiera no bancaria (IFNB) en España describe las tendencias más recientes de las entidades y actividades que forman parte de ella y evalúa sus riesgos más importantes. Este informe representa la actualización del primer número de esta publicación que está disponible en el boletín trimestral de la CNMV correspondiente al primer trimestre del año.

Esta publicación, como la mayoría de las elaboradas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, está disponible en el sitio web www.cnmv.es

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

ISSN (edición electrónica): 2695-5822

Maqueta: Cálamo y Cran

Índice

1	Resumen ejecutivo	9
2	Desarrollo de las principales magnitudes	11
	Intermediación crediticia y financiación de las OIF	15
	Interconexión entre las entidades pertenecientes al sistema financiero	20
3	Intermediación financiera no bancaria	23
	Evaluación de los riesgos de la intermediación financiera no bancaria	27
	3.1 Función económica 1	28
	3.2 Función económica 2	35
	3.3 Función económica 3	36
	3.4 Función económica 4	38
	3.5 Función económica 5	39

Índice de cuadros

Intermediación financiera no bancaria en España

Cuadro 1	Estructura del sistema financiero español	12
Cuadro 2	Estructura de las otras instituciones financieras	13
Cuadro 3	Intermediación crediticia en el sistema financiero español	15
Cuadro 4	Interconexión entre los bancos y las OIF	21
Cuadro 5	Clasificación de la IFNB según funciones económicas	23
Cuadro 6	Estructura de la intermediación financiera no bancaria	25
Cuadro 7	Riesgos asociados a la intermediación financiera no bancaria. 2018	28

Índice de gráficos

Intermediación financiera no bancaria en España

Gráfico 1	Financiación de las sociedades no financieras	11
Gráfico 2	Crecimiento anual de los activos del sistema financiero	12
Gráfico 3	Distribución y evolución del sector OIF en España	14
Gráfico 4	Evolución de la intermediación crediticia de las OIF	16
Gráfico 5	Financiación mayorista de las entidades del sistema financiero	17
Gráfico 6	Evolución de la financiación mayorista	17
Gráfico 7	Cesión temporal de activos de las OIF	19
Gráfico 8	Cesión temporal de activos del sistema financiero (obligaciones)	19
Gráfico 9	Posición neta repos	19
Gráfico 10	Interconexión entre bancos y OIF	20
Gráfico 11	De las MUNFI a la medida estricta de la IFNB. 2018	24
Gráfico 12	Peso relativo de la intermediación financiera no bancaria	25
Gráfico 13	Distribución de la intermediación financiera no bancaria. 2018	26
Gráfico 14	Evolución de la intermediación financiera no bancaria	27
Gráfico 15	Distribución de los fondos de inversión pertenecientes a la IFNB	29
Gráfico 16	Patrimonio gestionado de las 8 mayores SGIC	30
Gráfico 17	Patrimonio gestionado de los 10 mayores fondos de inversión	30
Gráfico 18	Evolución de los riesgos en los fondos de inversión	31
Gráfico 19	Distribución del riesgo de crédito en las distintas tipologías de fondos de inversión	32
Gráfico 20	Distribución del riesgo de transformación de vencimientos en las distintas tipologías de fondos de inversión	33
Gráfico 21	Distribución del riesgo de liquidez en las distintas tipologías de fondos de inversión	34
Gráfico 22	Evolución de los activos de los establecimientos financieros de crédito	35
Gráfico 23	Evolución de los riesgos en los establecimientos financieros de crédito	36
Gráfico 24	Activos de las sociedades de valores y número de entidades	37
Gráfico 25	Evolución de los riesgos en las sociedades de valores	38
Gráfico 26	Evolución de los bonos y pagarés de titulización por tipo de activo	40
Gráfico 27	Saldo vivo de bonos y pagarés de titulización por calificación crediticia	40
Gráfico 28	Patrimonio gestionado de los 10 mayores SFV	41
Gráfico 29	Evolución de los riesgos en los fondos de titulización	42

Gráfico 30	Distribución del riesgo de liquidez en los fondos de titulización	42
------------	---	----

Gráfico 31	Distribución del riesgo de transformación de vencimientos en los fondos de titulización	43
------------	---	----

1 Resumen ejecutivo

Esta publicación representa la primera actualización del análisis de las entidades que forman parte de la intermediación financiera no bancaria (IFNB) en España que se publicó en el boletín correspondiente al primer trimestre de 2019¹. Esta actualización, que se publicará dos veces al año, trata de ilustrar las tendencias más recientes de la IFNB en cuanto a sus principales magnitudes así como a la evaluación de sus riesgos más importantes. De este número, que presenta información hasta el cierre de año 2018, cabe destacar los siguientes elementos:

- El tamaño del sistema financiero español se situó en 4,47 billones de euros, un 1,7 % menos que en 2017. Este descenso se debió tanto a la disminución de los activos bancarios (-3,6 %), en un contexto aún marcado por la reducción del saldo vivo de crédito, como a la de los activos de las entidades denominadas OIF (otras instituciones financieras), que fue del 5,2 %.
- Los activos de las OIF —magnitud que se suele adoptar como medida amplia de la IFNB— se situaron en 780.600 millones de euros a finales de 2018, un 17,4 % de los activos del sistema financiero español (18,1 % en 2017). El 37,2 % de estos activos correspondía a fondos de inversión, el 23,6 % a titulizaciones y el 20,9 % a instituciones financieras de actividad limitada y prestamistas de dinero. La labor de intermediación crediticia de estas entidades se mantuvo constante en 2018 atendiendo al valor absoluto de sus activos crediticios, que se situó en 285.000 millones de euros. Esta cifra supone el 36,5 % de los activos totales de estas instituciones. Por su parte, la financiación mayorista de estas entidades, en descenso desde 2009, fue de 294.000 millones de euros en 2018, un 90 % de la cual es de largo plazo. En términos relativos la financiación mayorista es más relevante en las OIF (casi el 40 % de los activos totales en 2018) que en los bancos (algo más del 10 %).
- Siguiendo la metodología del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) para delimitar los activos de la IFNB a partir de las entidades que conforman las OIF², se estima que el tamaño de este sector se situaba en 504.000 millones de euros en 2018 (un 5,3 % menos que en 2017). La caída de los activos de la IFNB se explica por la moderación del saldo vivo de las titulizaciones y por el retroceso del patrimonio de los fondos de inversión, afectados por las turbulencias de los mercados financieros de finales de 2018 y por el aumento de los reembolsos de los partícipes. Excluyendo las entidades que consolidan en grupos bancarios, se obtiene la denominada definición estrecha de la IFNB, que en el

1 Véase Ispuerto, A. (2019). «Intermediación financiera no bancaria en España». *Boletín de la CNMV*, Trimestre I, pp. 79-122.

2 Véase *Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities* (2013).

caso español ascendía a 296.000 millones de euros, lo que supone un 6,7 % del sistema financiero total.

- La composición de la IFNB, que viene determinada por la pertenencia a una de las cinco funciones económicas descritas por el FSB, revela que las entidades pertenecientes a las funciones 1 y 5 (EF1 y EF5), que se corresponden con ciertas tipologías de fondos de inversión y vehículos de titulización, son las que representan un mayor porcentaje, con un 50,2 % y un 36,6 % del total de la IFNB (sentido amplio) en 2018, respectivamente (49,5 % y 38,9 % en 2017). Los establecimientos financieros de crédito (EF2) son los terceros en importancia, con un peso del 12,1 %. Las entidades pertenecientes a la EF3 (sociedades de valores) y EF4 (sociedades de garantía recíproca) tienen una importancia relativa inferior al 1 %. Estas cifras, que se corresponden con el total de entidades, cambian sustancialmente si se eliminan aquellas que se integran en los balances consolidados de grupos bancarios: los fondos de inversión —en los que no existe consolidación— ganan peso, hasta alcanzar el 85,5 % del total, mientras que el peso de los vehículos de titulización y los establecimientos financieros de crédito, con una fracción muy elevada del total del sector que consolida en bancos, desciende hasta el 9,4 % y el 4,2 %, respectivamente.
- La evaluación de los riesgos asociados a la IFNB revela que, en términos generales, no existe, por el momento, una amenaza relevante para la estabilidad financiera. En el caso de los fondos de inversión españoles, los indicadores analizados no son elevados, a excepción del riesgo de crédito, debido al importante porcentaje de activos crediticios en sus carteras. Este también sería el caso de los establecimientos financieros de crédito y de los fondos de titulización. El riesgo de liquidez de los fondos de inversión, que está suscitando una cierta preocupación en los últimos tiempos debido a la posibilidad de que en momentos de turbulencias algunas de estas instituciones pudieran verse en dificultades para reembolsos significativos, se mantiene contenido dentro de una tendencia levemente alcista. Finalmente, el riesgo de transformación de vencimientos de los fondos de titulización —es decir, el desequilibrio temporal entre activos y pasivos y que es el más relevante para estos vehículos— estaba a finales de 2018 en un nivel moderado.
- En resumen, el sector relacionado con la intermediación financiera no bancaria en España está representado fundamentalmente por los fondos de inversión y las titulizaciones. Ambos tipos de entidades están sujetos a una regulación y supervisión exigentes, de manera que los riesgos que se identifican para ellas no guardan relación con la ausencia de un enfoque regulador o supervisor apropiado, como puede ocurrir en algunas jurisdicciones, sino que son los que emergen de forma natural en la operativa de los mercados financieros y la actividad de intermediación. En el caso particular de los fondos de inversión, la CNMV viene prestando una atención singular al seguimiento de las condiciones de liquidez de los activos de estas instituciones (lo que se ve facilitado por el nivel de *reporting* que impone la normativa española, que es especialmente exigente) y de la gestión de este riesgo por parte de las sociedades gestoras, así como al fortalecimiento de las herramientas existentes destinadas a la preservación de la estabilidad financiera. Estas actuaciones se enmarcan, como se ha comentado previamente, en un contexto internacional de cierta preocupación por la capacidad de estas instituciones para atender un aumento abrupto de los reembolsos en momentos de estrés en el sistema financiero.

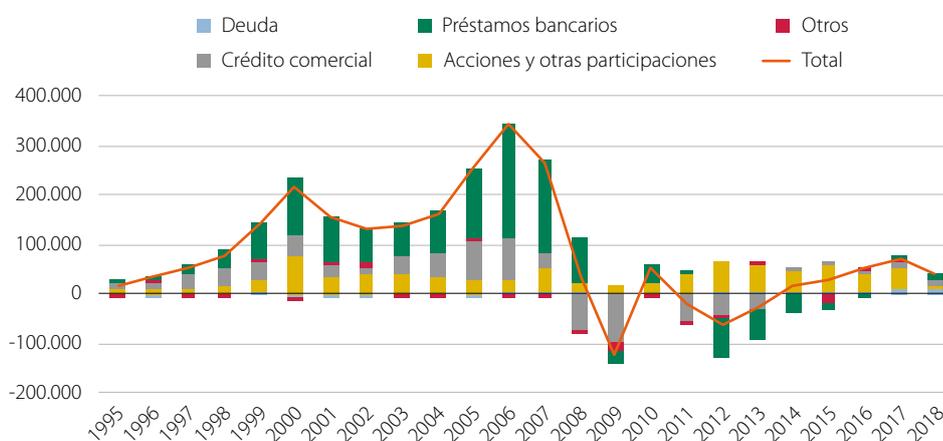
2 Desarrollo de las principales magnitudes

La financiación no bancaria es una alternativa a la bancaria, beneficiosa tanto para las empresas que acceden a ella como para la economía en su conjunto. Así, para las empresas, las posibilidades de financiación mejoran, los niveles de transparencia de la compañía aumentan, señalizan haber alcanzado un cierto grado de gestión profesional de su negocio y pueden producirse mejoras asociadas en términos de prestigio y reputación. Por otro lado, es razonable pensar que una economía que presenta una estructura de financiación más equilibrada entre el sector bancario y los mercados de capitales puede alcanzar tasas de crecimiento más elevadas a largo plazo, así como oscilaciones de menor intensidad en su ciclo económico.

El carácter estabilizador de la financiación que proporcionan los mercados financieros a las compañías en momentos en los que otras fuentes alternativas se reducen o disminuyen sensiblemente se ha podido observar en estos últimos años, especialmente en los peores momentos de contracción del crédito bancario entre 2012 y 2014. Como muestra el gráfico 1, la financiación de las sociedades no financieras se vio fuertemente afectada durante los años de la crisis, tanto en términos absolutos como relativos. Así, hasta 2008 esta financiación se basaba mayoritariamente en los préstamos bancarios y, en menor medida, en los créditos entre empresas (crédito comercial). Los préstamos bancarios redujeron su importancia en el total del pasivo de las empresas —del 43 % se pasó a cifras inferiores al 30 %—, mientras que la financiación a través de acciones y otras participaciones (que incluye también los beneficios retenidos por las entidades) mostró una gran fortaleza y estabilidad durante los años de la crisis y elevó su importancia relativa desde el 40 % hasta valores cercanos al 60 % del pasivo total.

Financiación de las sociedades no financieras

GRÁFICO 1

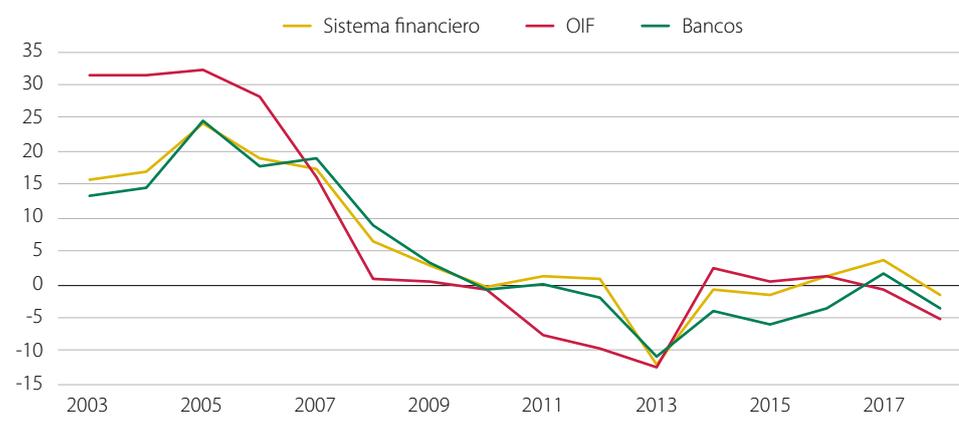


Fuente: Banco de España.

A pesar de los cambios producidos durante el periodo de crisis, la composición del sistema financiero en nuestro país muestra que los bancos continúan siendo las entidades más relevantes por su tamaño, con unos activos de 3,2 billones de euros en 2018 —si se incluyen los activos del banco central— (véase cuadro 1), lo que representa el 70,9 % de los activos totales del sistema. Este porcentaje ha disminuido de forma muy ligera desde 2012, año en el que se alcanzó el máximo con un 73,9 %, aunque si se excluyen los activos del banco central, que se han incrementado con fuerza desde ese mismo ejercicio, la reducción es mucho mayor: en los primeros años de la crisis los activos bancarios superaron el 65 % del total, cifra que se ha ido contrayendo paulatinamente hasta el 54,2 % en 2018. Existen distintos factores que explican este descenso, entre los que destacan, por un lado, los efectos contractivos sobre el saldo vivo de crédito derivado del intenso proceso de reestructuración del sistema financiero en 2012, en un contexto económico recesivo que alimentaba esta disminución y, por otro, la prolongación en el tiempo de un entorno de tipos de interés muy bajos, que incentivó el desarrollo de nuevos modelos de inversión y financiación alternativos al canal bancario.

Crecimiento anual de los activos del sistema financiero

GRÁFICO 2



Fuente: Banco de España.

En relación con los intermediarios financieros no bancarios, los fondos de pensiones han ido incrementando su tamaño de forma continua entre 2008 y 2017, hasta alcanzar los 139.000 millones, para luego experimentar una leve disminución del 1 % en sus activos en 2018, mientras que las compañías aseguradoras también han experimentado una expansión progresiva, que en este caso ha continuado en 2018, con un aumento de sus activos del 0,6 %.

Estructura del sistema financiero español

CUADRO 1

Millones de euros

	Banco central	Bancos	Seguros	Fondos de pensiones	Auxiliares financieros	OIF	Total
Tamaño en 2018 (millones)	748.807	2.426.298	306.297	138.025	76.486	780.627	4.476.538
Tamaño en 2017 (millones)	696.644	2.515.992	304.483	139.447	75.369	823.263	4.555.198
% del total (2018)	16,7	54,2	6,8	3,1	1,7	17,4	100
Crecimiento 2018 (%)	7,5	-3,6	0,6	-1,0	1,5	-5,2	-1,7
Crecimiento acumulado 2002-2009	125,8	153,7	54,6	73,2	261,3	243,4	157,2
Crecimiento acumulado 2009-2017	217,4	-22,9	24,1	35,0	61,1	-24,9	-8,5

Fuente: CNMV y Banco de España.

Por su parte, las denominadas otras instituciones financieras (OIF), que engloban los intermediarios financieros no bancarios una vez se excluyen los fondos de pensiones, las aseguradoras y los auxiliares financieros, suponían a finales de 2018 un 17,4 % del sistema financiero, con unos activos valorados en 781.000 millones de euros. En el contexto internacional, las OIF se han considerado como una aproximación o medida amplia de la IFNB, en parte por la heterogeneidad de la regulación de estas entidades entre las diferentes jurisdicciones. Sin embargo, es preciso recordar que la mayoría de ellas está sujeta a regulación y supervisión —en algunos casos, como el español, muy exigente— y que estas funciones corren a cargo, sobre todo, de los reguladores y supervisores de valores.

Estructura de las otras instituciones financieras

CUADRO 2

Millones de euros

	Fondos de inversión no monetarios	Fondos de inversión monetarios	Instit. financ. con act. limitada	SFV: titulización	Sociedades de valores	Establ. financ. de crédito	REIT	Otras	Total
Tamaño en 2018 (millones)	290.041	6.810	163.048	184.576	4.563	60.504	28.493	42.592	780.627
Tamaño en 2017 (millones)	298.372	7.122	167.756	206.816	3.695	57.265	27.660	54.577	823.263
% del total (2018)	37,2	0,9	20,9	23,6	0,6	7,8	3,6	5,5	100
Crecimiento 2018 (%)	-2,8	-4,4	-2,8	-10,8	23,5	5,7	3,0	-22,0	-5,2
Crecim. acum. 2002-2009	33,3	-74,7	967,9	917,4	14,3	49,0	-	-	243,4
Crecim. acum. 2009-2017	59,5	-47,3	-47,7	-57,2	-72,0	5,4	309,1	212,0	-24,9

Fuente: CNMV y Banco de España.

Como se puede observar en el panel derecho del gráfico 3, los activos de las OIF alcanzaron su nivel máximo en los años comprendidos entre 2007 y 2010, periodo en el que llegaron a superar el billón de euros. Durante los ejercicios previos a 2007, este subsector financiero experimentó un crecimiento muy elevado y sostenido, lo que se tradujo en un incremento acumulado del 241,4 % de sus activos financieros entre 2002 y 2009. A partir de 2010, con los efectos de la crisis ya muy palpables en nuestro país, las OIF sufrieron una contracción paulatina hasta 2013, momento a partir del cual volvieron a experimentar un crecimiento de sus activos, aunque mucho más leve que en los años previos, que se interrumpió en 2017 y 2018. Así, entre 2010 y 2013 sus activos se contrajeron un 25 %, hasta situarse por debajo de los 800.000 millones de euros y desde entonces y hasta diciembre de 2016 crecieron un 4,6 %, hasta los 831.000 millones de euros, mostrando una contracción en los 2 últimos años (-1,7 % y -5,2 %, respectivamente), hasta niveles inferiores a los de 2013.

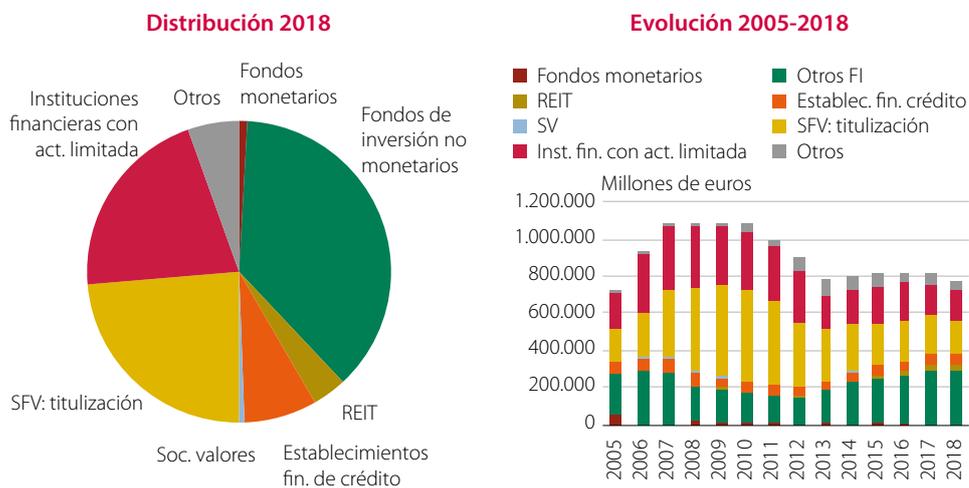
Cabe mencionar, además, que la importante expansión del sector en España hasta 2010 fue superior a la de otras economías a nivel mundial³, como consecuencia, sobre todo, del crecimiento de los vehículos de propósito especial (SFV, por sus siglas en inglés) para la titulización y a las instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas

3 En el informe *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation*, que elabora el FSB, el crecimiento acumulado entre 2002 y 2010 de los países incluidos en el estudio fue de aproximadamente el 143 %. En la muestra del FSB para 2017 se incluyen 22 jurisdicciones: 21 individuales, más otra que engloba el grupo de países pertenecientes a la zona del euro. Las 21 jurisdicciones individuales son: Arabia Saudí, Argentina, Australia, Brasil, Canadá, Chile, China, Corea, Estados Unidos, Hong Kong, Indonesia, India, Islas Caimán, Japón, México, Rusia, Singapur, Sudáfrica, Suiza, Turquía y Reino Unido. Si se cuantifican las jurisdicciones de la zona del euro una a una, el número total de jurisdicciones asciende hasta las 29.

de dinero (véase cuadro 2). A partir de entonces, mientras que en España, con oscilaciones, se ha producido una contracción, en muchas jurisdicciones continuó el crecimiento, aunque algo más atenuado que anteriormente. Así, por ejemplo, entre 2011 y 2016 las OIF se expandieron por encima del 9 % en la zona del euro y esta cifra fue del 53 % en la muestra de países del análisis realizado por el FSB (véase nota al pie 2).

Distribución y evolución del sector OIF en España

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV y Banco de España.

En el ámbito de las OIF existen distintos subsectores en función de la actividad que cada uno de ellos desarrolla. En primer lugar, podemos distinguir las entidades que forman parte de la denominada IFNB y, por tanto, se describirán con mayor detalle en la sección 3 del presente documento. A este grupo pertenecen los fondos de inversión⁴, los SFV para la titulización, las sociedades de valores y los establecimientos financieros de crédito. En segundo lugar, los subsectores de las OIF que no pertenecen al ámbito de la IFNB son las instituciones financieras con actividad limitada y los prestamistas de dinero, los fondos y las sociedades de inversión inmobiliaria (REIT⁵, por sus siglas en inglés), las cámaras de contrapartida central (CCP, por sus siglas en inglés), las entidades de capital riesgo y la SAREB (Sociedad de Gestión de los Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria).

De las últimas —es decir, de las instituciones que no pertenecen a la IFNB—, cabe destacar por el volumen de sus activos las entidades financieras con actividad limitada y los prestamistas de dinero, que se definen como entidades que proveen servicios de inversión cuyos activos o pasivos no se transan, en su mayoría, en los mercados financieros abiertos⁶. Así, a finales de 2018 los activos financieros de estas entidades ascendían a 163.000 millones de euros, aproximadamente una quinta parte del total de las OIF (véase cuadro 2), a pesar de la reducción del 2,8 % experimentada a lo largo del año. La evolución de este subsector durante los últimos 15 años ha sido muy dispar:

4 No todos los fondos de inversión forman parte de la IFNB, aunque sí la mayoría. Los que no forman parte son, básicamente, los fondos de renta variable, que representan alrededor del 11 % del patrimonio total.

5 *Real Estate Investment Trusts*.

6 Este subsector incluye, esencialmente, las filiales de un grupo de sociedades o entidades que proveen préstamos a partir de recursos propios provistos por un solo origen. En España, una parte importante de estas instituciones se corresponde con sociedades especialmente creadas para la emisión de participaciones preferentes y otros valores negociables.

experimentaron un crecimiento casi exponencial hasta 2007, multiplicándose por 10 sus activos en tan solo 5 años, mientras que, a partir de entonces, fueron descendiendo de forma paulatina, con una disminución acumulada de más del 50 %. La importante expansión de este sector tuvo su origen, en parte, en las elevadas emisiones de participaciones preferentes por parte de muchas empresas, la mayoría bancos o cajas.

Por otra parte, los activos financieros de las REIT, sector que incluye tanto los fondos y las sociedades de inversión inmobiliaria como las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (más conocidas como SOCIMI), representaban el 3,6 % de las OIF en 2018 con 28.500 millones de euros. Dentro del subsector, las SOCIMI son las que suponen un mayor porcentaje desde la creación de la primera entidad a finales de 2013, con más de un 95 % del total. Desde ese año, tanto el número como los activos gestionados por las SOCIMI han aumentado de forma importante, concretamente de 4.500 millones a más de 27.000 millones en 2018, con un crecimiento del 2,9 % en el último año. Por el contrario, los fondos y las sociedades de inversión inmobiliaria, que alcanzaron su máximo histórico en 2017 con prácticamente 10.000 millones de euros de patrimonio, han ido reduciéndose desde entonces de forma progresiva, en especial los fondos, hasta cerrar 2017 con un patrimonio por debajo de los 1.000 millones de euros. En 2018, no obstante, se produjo un ligero repunte del 7 %, que situó el patrimonio de estos vehículos en 1.058 millones de euros a finales de año.

Intermediación crediticia y financiación de las OIF

El objetivo de esta subsección es tener una visión general de la implicación de los intermediarios financieros no bancarios en la intermediación crediticia y en la concesión de préstamos dentro del sistema financiero, así como el uso que hacen de la financiación mayorista y de la adquisición temporal de activos, más conocidos como *repos*.

En 2018, la intermediación crediticia del sistema financiero en su totalidad (excluyendo los depósitos) se redujo un 2,5 %, como consecuencia de la contracción producida en las entidades bancarias, que fue del 3,7 %, hasta los 1,68 billones de euros. En las OIF, por su parte, los valores fueron prácticamente los mismos que en 2017, con 285.000 millones de euros en activos crediticios, lo que supone un 36,5 % del valor total de sus activos financieros (véase cuadro 3).

Intermediación crediticia en el sistema financiero español

CUADRO 3

Millones de euros

	Bancos	Seguros	Fondos de pensiones	OIF	Total
Activos crediticios ¹ 2018 (millones)	1.680.868	228.304	65.301	284.741	2.259.215
Activos crediticios ¹ 2018 (% del activo)	70,4	74,5	47,3	36,5	62,6
Crecimiento 2018 (%)	-3,7	2,9	0,7	0,0	-2,5
Préstamos 2018 (millones)	1.269.820	2.421	15	155.088	1.427.344
Préstamos 2018 (% del activo)	53,2	0,8	0,0	19,9	39,5
Crecimiento 2018 (%)	-2,1	3,4	-21,1	0,8	-1,8

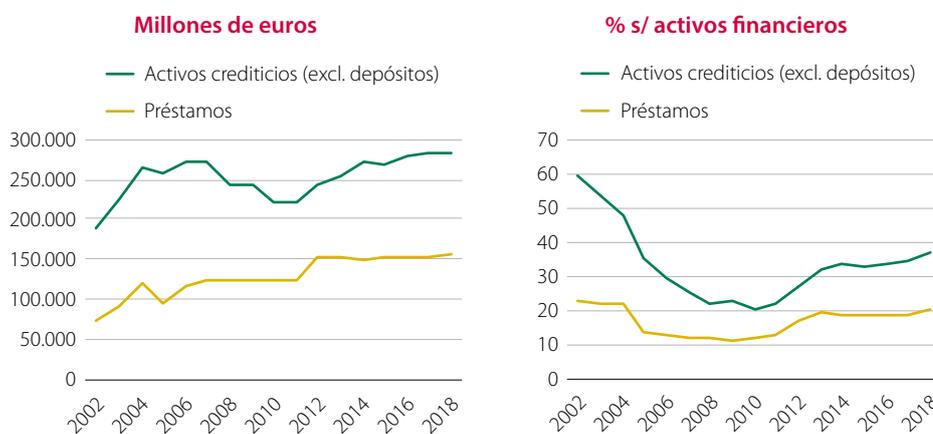
Fuente: CNMV y Banco de España.

¹ Se excluyen los depósitos.

Entre 2002 y 2018, los activos crediticios de las OIF han crecido, en términos acumulados, un 51,1 %, lo que supone una media anual del 2,6 %. No obstante, en términos relativos —es decir, en relación con los activos financieros totales de estas entidades—, el porcentaje ha disminuido desde el 59,0 % hasta el 36,5 % (véase panel derecho del gráfico 4). El comportamiento, además, no ha sido sostenido a lo largo de todo el periodo: hasta 2007 se produjo un incremento paulatino del volumen de activos crediticios en el balance de las OIF (alcanzaron los 272.000 millones de euros), mientras que a partir de entonces y hasta 2011 se fueron contrayendo de forma progresiva hasta los 221.000 millones⁷, para volver a aumentar en los últimos años y llegar a 285.000 millones en 2018 (véase panel izquierdo del gráfico 4). Los préstamos concedidos, que son uno de los distintos tipos de activos crediticios, han experimentado, con alguna excepción, un incremento paulatino en estos años. Más de la mitad de estos préstamos han correspondido, tradicionalmente, a los vehículos de titulización.

Evolución de la intermediación crediticia de las OIF

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV y Banco de España.

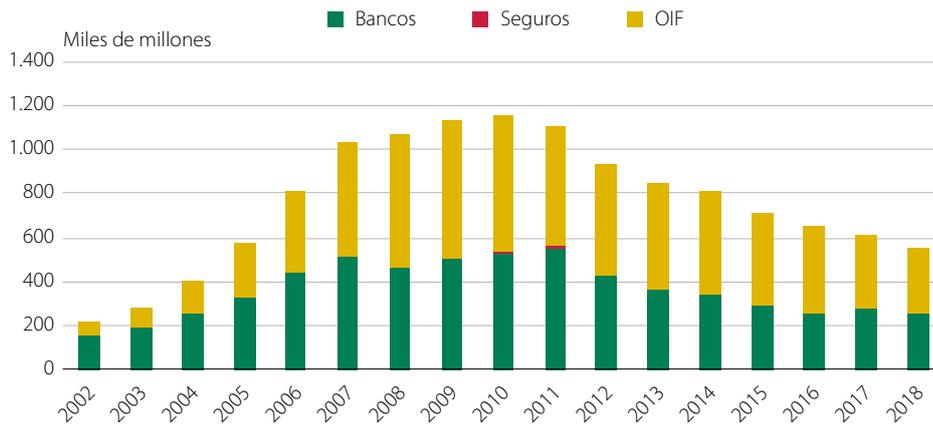
En relación con la financiación recibida por parte de las OIF, la financiación mayorista es una de las fuentes más relevantes de obtención de recursos. Si bien estos instrumentos son positivos para la formación de precios y la liquidez en los mercados secundarios, también pueden generar obligaciones a corto plazo y originar, en consecuencia, riesgos asociados a la transformación de vencimientos y liquidez fuera del sistema bancario. Asimismo, la financiación mayorista podría aumentar la interconectividad entre distintas instituciones financieras y contribuir, por lo tanto, a incrementar la prociclicidad del sistema.

7 El descenso de los activos crediticios originado por la contracción del saldo de préstamos y de deuda se vio parcialmente compensado por el incremento de los depósitos.

Financiación mayorista¹ de las entidades del sistema financiero

GRÁFICO 5

Desarrollo de las principales magnitudes



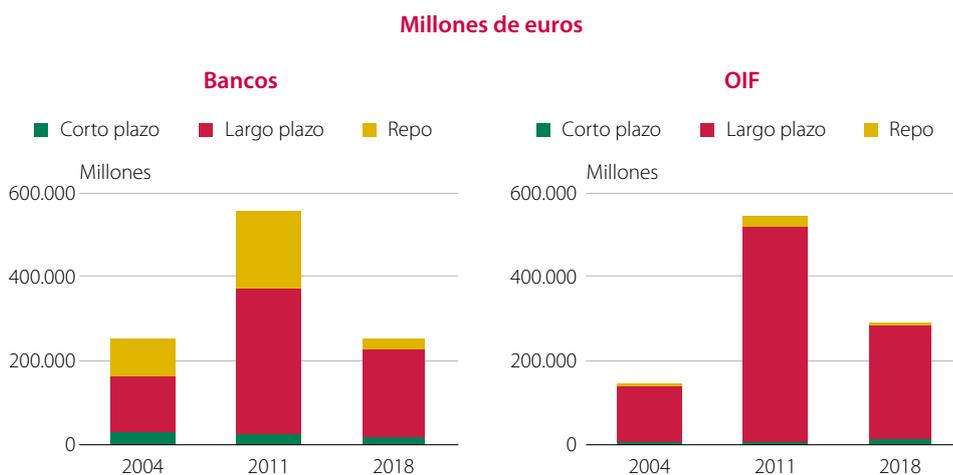
Fuente: Banco de España.

¹ Se entiende como financiación mayorista la financiación mediante emisiones de bonos, pagarés y adquisición temporal de activos (repos).

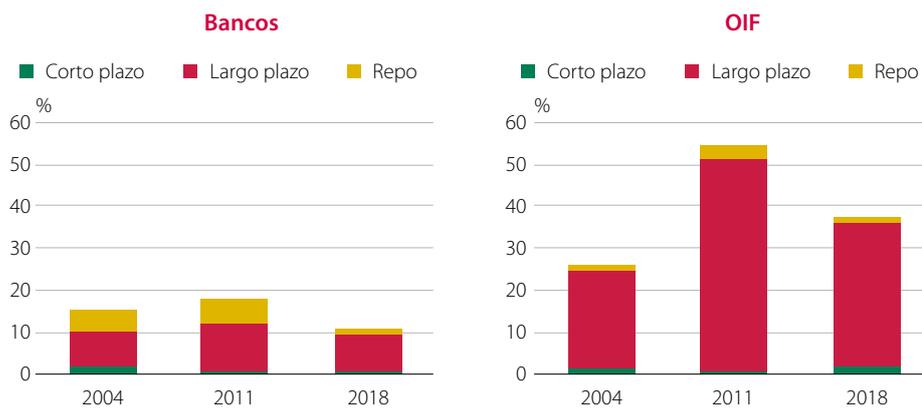
Las OIF españolas alcanzaron su mayor dependencia de la financiación mayorista en 2009, con 629.000 millones de euros, momento a partir del cual este tipo de financiación comenzó a disminuir con fuerza año tras año hasta alcanzar los 294.000 millones a finales de 2018 (véase gráfico 5 y paneles derechos del gráfico 6). De hecho, tan solo el ejercicio pasado la reducción que se produjo fue del 12,9 %. Dentro de este tipo de obligaciones, la financiación a largo plazo es la fuente predominante para las OIF, con un porcentaje superior al 90 % del total, no habiendo estado en ningún caso por debajo del 80 %. La financiación a corto plazo, por su parte, si se excluyen los repos (se analizarán con más detalle en párrafos posteriores), supuso en 2018 únicamente el 1,9 %, a pesar del aumento de más de 1 punto porcentual en relación con 2017.

Evolución de la financiación mayorista

GRÁFICO 6



% s/ activos financieros



Fuente: CNMV y Banco de España.

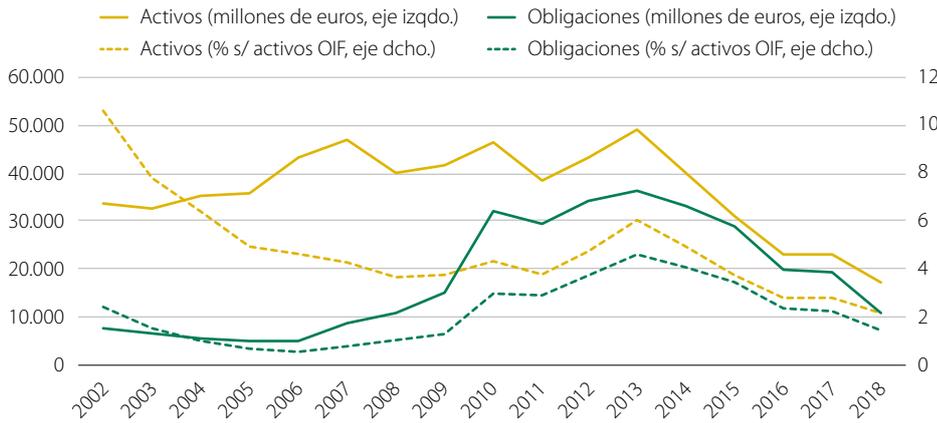
Si se comparan estas cifras con las referidas a los bancos, se observan algunas diferencias y similitudes que conviene mencionar. En primer lugar, la evolución de la financiación mayorista de ambos sectores ha mostrado un comportamiento muy parecido a lo largo de los últimos años, con un aumento muy importante hasta 2009 o 2010 y un posterior descenso hasta valores similares a los de 2004 o 2005. En cambio, en términos relativos —es decir, como proporción de los activos financieros de cada uno de los sectores—, se puede observar como la mencionada evolución es mucho menos acusada en el caso bancario que en el de las OIF (véanse paneles inferiores del gráfico 6): mientras que entre 2002 y 2010 la financiación mayorista pasó del 12,7 % al 16,9 % para los bancos y del 13,3 % al 56,8 % para las OIF, en el periodo 2010-2018 la reducción fue de alrededor de 6 y 19 puntos porcentuales, respectivamente.

En segundo lugar, si bien la financiación mayorista a largo plazo es la más importante tanto en los bancos como en las OIF, la preponderancia es distinta entre ambos sectores, así como su evolución a lo largo de los años. Por un lado, en 2018 este tipo de financiación era aproximadamente del 80 % de la financiación mayorista total en el caso de las entidades bancarias, frente al ya mencionado 90 % de las OIF. Esta diferencia llegó a ser mucho mayor, ya que mientras que en las OIF la financiación a corto plazo siempre ha sido relativamente residual, estos volúmenes (incluidos los repos) en los bancos llegaron a ser similares a los de la financiación a largo plazo.

La cesión temporal de activos merece un análisis individualizado dentro de la financiación mayorista, ya que es la tipología con un plazo de amortización más corto y, por tanto, los riesgos asociados pueden ser más elevados en términos de estabilidad financiera. En el caso de las OIF españolas, la financiación mediante repos, es decir, la cesión temporal de activos, ha sido reducida, sin llegar en ningún caso a superar el 8 % del total de la financiación mayorista (véase panel inferior derecho del gráfico 6). Concretamente, el máximo se alcanzó en 2013 con 36.500 millones de euros, lo que representaba el 7,7 % de la financiación mayorista de estas entidades (4,6 % del total de activos financieros, véase gráfico 7). En el caso de las entidades bancarias, este tipo de financiación mediante repos llegó a superar el 50 % de la financiación mayorista en 2002 (véase panel inferior izquierdo del gráfico 6) y se mantuvo alrededor del 30 % en 2010 y 2011, con unas obligaciones que alcanzaron los 180.000 millones de euros. A partir de 2012 esta clase de financiación comenzó a descender hasta situarse en el último año en el 12 %.

Cesión temporal de activos de las OIF

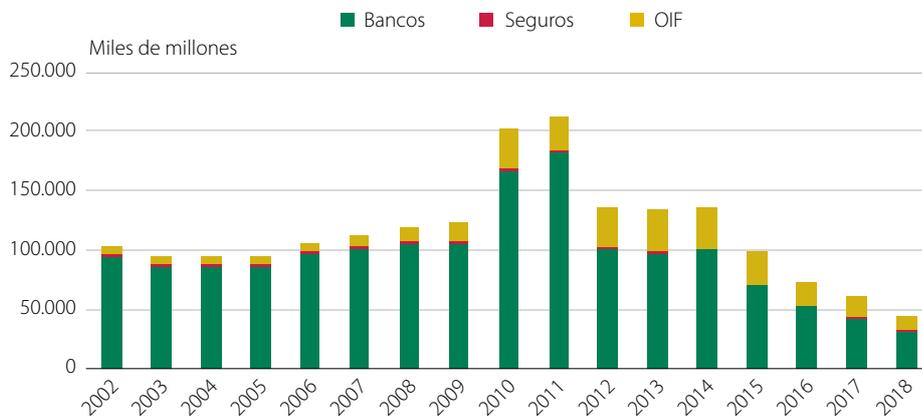
GRÁFICO 7



Fuente: Banco de España.

Cesión temporal de activos del sistema financiero (obligaciones)

GRÁFICO 8

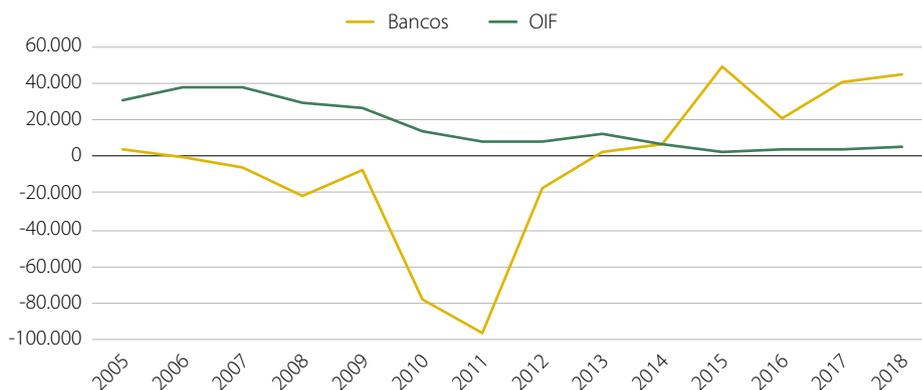


Fuente: Banco de España.

En términos netos, es decir, atendiendo a la diferencia entre las transacciones mediante repos en las que la entidad es proveedora de liquidez y aquellas en las que la entidad recibe financiación, se puede observar que los bancos han sido perceptores de liquidez hasta 2013, momento a partir del que se convirtieron en proveedores netos de liquidez para la economía (véase gráfico 9). Las OIF, en cambio, han sido en los últimos 15 años siempre proveedoras netas de liquidez.

Posición neta repos

GRÁFICO 9



Fuente: Banco de España.

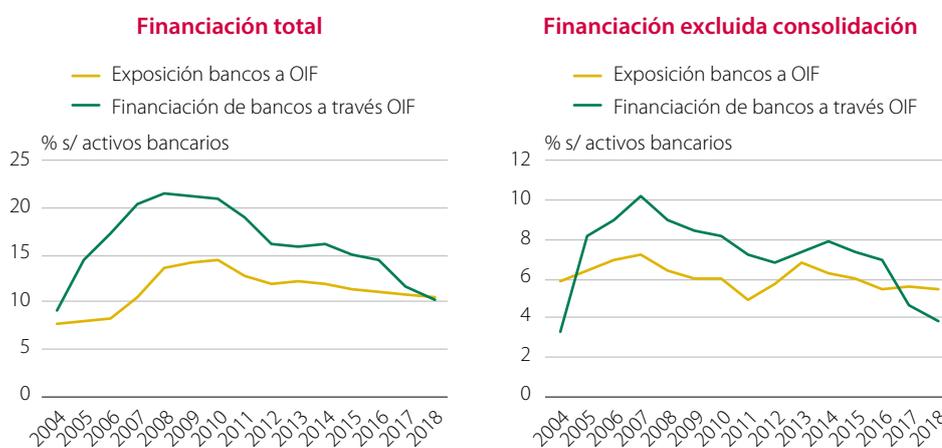
Interconexión entre las entidades pertenecientes al sistema financiero

Durante periodos de estrés o dificultades financieras, no solamente es importante el tamaño de los distintos subsectores financieros, sino también las interrelaciones existentes entre ellos, ya que son canales propicios para el contagio de riesgos. Estas conexiones se pueden dar tanto de forma directa (a través de financiación crediticia, por ejemplo) como indirecta, que se produce cuando dos entidades poseen activos comunes o el precio de sus acciones o valores de deuda tiene un comportamiento muy similar. Para determinar la interrelación directa se han obtenido los datos de las exposiciones bilaterales entre sectores financieros. Así, por ejemplo, se ha calculado la exposición de los bancos a las OIF como los activos que estos tienen en las OIF en relación con los activos totales de los bancos (gráfico 10).

Así, como se puede observar en el panel izquierdo del gráfico 10, en 2018 los derechos de los bancos en relación con las OIF (Exposición bancos a OIF) suponían un 10,4 % del activo bancario⁸, cifra que ha ido disminuyendo progresivamente desde 2010, cuando llegó a ser prácticamente del 15 %. Por otra parte, los valores correspondientes a las obligaciones bancarias con las OIF (Financiación de bancos a través OIF) eran muy similares, concretamente del 10,3 % del activo de los bancos, después de haber descendido en un año 30 puntos básicos respectivamente y alrededor de 3 puntos porcentuales desde 2008. En relación con el activo de las OIF, estas obligaciones eran del 31,6 %, presentando una caída de 140 puntos básicos en un año y de cerca de 10 puntos porcentuales desde 2008.

Interconexión entre bancos y OIF

GRÁFICO 10



Fuente: CNMV y Banco de España.

En términos absolutos, estas cifras se situaban en 2018 alrededor de los 248.000 y 247.000 millones de euros respectivamente (véase cuadro 4). Si se excluyen los derechos u obligaciones de las OIF que consolidan dentro de los propios grupos bancarios⁹, los porcentajes mencionados descienden, en el caso de los derechos bancarios, hasta el 5,5 % del activo de los bancos, mientras que las obligaciones bancarias con las OIF se sitúan en el 3,8 %. Atendiendo a la evolución de esta exposición en los

8 Esta misma cifra suponía un 31,8 % del activo de las OIF.

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

últimos años, la mayor interrelación (en términos netos) entre los dos subsectores mencionados se produjo en 2007, cuando los derechos de los bancos en relación con las OIF llegaron a superar el 7 % del activo total bancario y sus obligaciones, el 10 %. Esta última cifra fue consecuencia del importante aumento que se produjo entre 2002 y 2007, después de que dichas obligaciones pasaran de poco más de 33.000 millones de euros a casi 300.000 millones. En el caso de los derechos bancarios, aunque también se produjo un incremento durante el mismo periodo, este fue mucho menos abrupto, al pasar de 19.000 millones de euros a algo menos de 98.000.

Interconexión entre los bancos y las OIF

CUADRO 4

Millones de euros

	Exposición de los bancos a las OIF		Obligaciones bancarias frente a las OIF	
	Total	Consolidados en grupos bancarios	Total	Consolidados en grupos bancarios
2010	457.816	268.473	660.106	403.366
2011	406.899	250.245	598.897	370.374
2012	362.028	187.775	493.815	283.068
2013	337.648	149.577	436.948	234.354
2014	316.976	149.456	426.657	215.894
2015	282.351	132.153	373.979	189.633
2016	270.198	138.837	354.353	185.805
2017	265.077	128.099	289.733	176.149
2018	248.333	117.349	246.989	156.837

Fuente: CNMV y Banco de España.

La interconexión de las OIF con el resto de sectores del sistema financiero es muy inferior a la que existe con los bancos, siendo la relación con otras entidades pertenecientes al mismo subsector la que presenta los valores más elevados, seguida de la relación con las compañías de seguros. De esta forma, los derechos de las entidades pertenecientes al subsector de las OIF con otras del mismo grupo ascendía en 2018 a unos 25.000 millones de euros, mientras que los derechos con las compañías de seguros eran de 14.000 millones y las obligaciones con ellas, de 20.000 millones.

3 Intermediación financiera no bancaria

Para identificar y evaluar los riesgos asociados a la IFNB se ha utilizado el criterio que el FSB desarrolló en 2013, basado en cinco funciones económicas¹⁰. Con ello, se pretendía que las autoridades competentes de las diferentes jurisdicciones clasificaran a las entidades financieras no bancarias atendiendo no a su forma legal, sino a su sustancia económica, procurando una clasificación homogénea para conseguir una coherencia internacional a la hora de identificar los riesgos de estas entidades para la estabilidad financiera. El cuadro 5 muestra un resumen de las cinco funciones económicas que describe el FSB y las entidades del sistema financiero español que pertenecen a cada una de ellas¹¹.

Clasificación de la IFNB según funciones económicas

CUADRO 5

Funciones económicas	Definición	Entidades pertenecientes
EF1	Gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos	Fondos monetarios, fondos de renta fija, fondos mixtos ¹ , fondos de inversión libre (<i>hedge funds</i>) y SICAV
EF2	Concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo	Establecimientos financieros de crédito ²
EF3	Intermediación en actividades del mercado dependiente de financiación a corto plazo o financiación garantizada	Sociedades de valores
EF4	Entidades que realizan una actividad de <i>facilitación</i> a la creación de crédito	Sociedades de garantía recíproca, plataformas de financiación participativa (PFP)
EF5	Intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras	SFV, cuyo objeto es la titulización de activos

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

² En la actualidad se está debatiendo en relación con el tratamiento de los vehículos que llevan a cabo el llamado *direct lending* (se explicará con mayor detalle más adelante).

Para obtener una cifra del volumen de activos incluidos en la IFNB, hay que identificar y detraer las entidades financieras que no cumplen ninguna de las funciones económicas descritas en el cuadro 5. Así, en un primer lugar, de las denominadas MUNFI¹² (entidades del sistema financiero que no realizan intermediación bancaria)

¹⁰ *Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*.

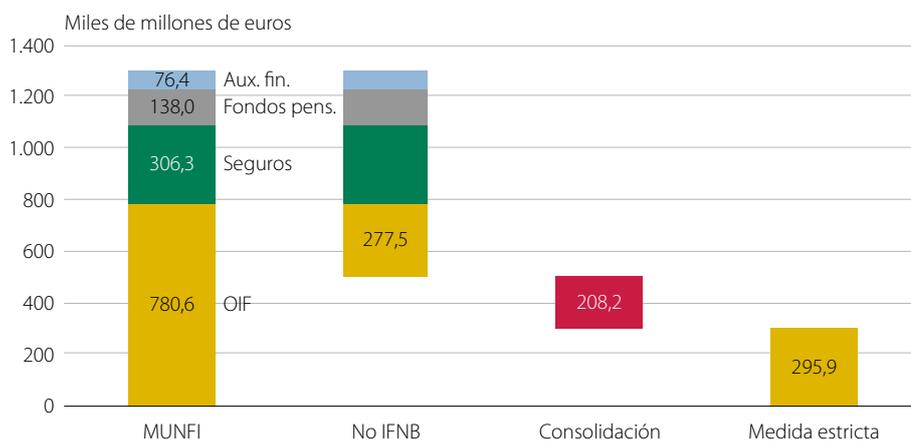
¹¹ Para un mayor detalle, véase Isperto (2019) (*op. cit.*).

¹² *Monitoring Universe of Non-bank Financial Intermediation*.

hay que excluir los fondos de pensiones, las entidades de seguros y los auxiliares financieros. De esta forma se obtienen las OIF, que, como ya se ha mencionado, se han utilizado en muchas ocasiones como una aproximación o medida amplia (*broad measure*) de la intermediación financiera no bancaria. A continuación se excluyen aquellas entidades que no cumplen con ninguna de las funciones económicas para llegar a una definición más acotada de la IFNB¹³ (véase gráfico 11). Además, dentro de la IFNB pueden incluirse algunas entidades que no pertenecen a las denominadas OIF, aunque, en general, tienen un tamaño bastante reducido. En España es el caso, por ejemplo, de las sociedades de garantía recíproca, que no forman parte de las OIF pero sí de la IFNB, ya que cumplen con una de las funciones económicas mencionadas. Finalmente, para obtener una cifra lo más acotada posible de la porción del sistema financiero que lleva a cabo actividades de intermediación financiera pero no pertenece al ámbito bancario, se excluyen las entidades que, a pesar de pertenecer a una de las funciones económicas descritas, consolidan en grupos bancarios¹⁴. Con este cálculo, se obtiene una definición estricta de la intermediación financiera no bancaria.

De las MUNFI a la medida estricta de la IFNB. 2018

GRÁFICO 11



Fuente: CNMV y Banco de España.

Así, en España, los activos de la intermediación financiera no bancaria en su definición amplia —es decir, sin eliminar los que consolidan en grupos bancarios— ascendían a 504.116 millones de euros a finales de 2018, un 5,3 % menos que en 2017 (véase cuadro 6), lo que supone una ruptura de la tendencia creciente iniciada en 2014. De este modo, la IFNB (en un sentido amplio) representa un 11,3 % del sistema financiero nacional, 1 décima menos que en 2017, y un 64,6 % del subsector OIF, cifra similar a la del ejercicio anterior.

13 Las OIF que no forman parte de la IFNB son, por orden de importancia, las instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero, los fondos de inversión de renta variable, los fondos y las REIT, la SAREB, las CCP y las entidades de capital riesgo.

14 Como se describirá en cada uno de los apartados de esta sección, la consolidación bancaria viene dada por distintos motivos, pero básicamente por dos: bien la entidad en cuestión está controlada por un banco o bien los activos pertenecientes a la entidad están a su vez en el balance del banco (por tanto, sujetos a la regulación bancaria). Este último caso sería el de los vehículos de titulización, cuyos activos deben permanecer en el balance bancario si sus riesgos y beneficios asociados no se han transferido sustancialmente a terceras partes.

Una vez eliminada la fracción que consolida en los bancos, la cifra de IFNB (en sentido estricto) se situaba en 295.900 millones de euros al cierre de 2018, lo que supone un 6,7 % del sistema financiero nacional y un 37,9 % del subsector OIF. Como se puede observar en el gráfico 12, estos porcentajes, al igual que para la medida en sentido amplio, son ligeramente inferiores a los de 2017 y quedan lejos de los máximos alcanzados entre los años 2002 y 2004, cuando la IFNB era aproximadamente un 12 % del sistema financiero español. Como se explicará con mayor detalle, los causantes del descenso en 2018 fueron los vehículos de titulización, que ya llevaban algunos ejercicios contrayéndose, y los fondos de inversión. En el caso de estos últimos, la disminución fue, en parte, consecuencia de las caídas de valor en los activos de sus carteras que se produjeron durante las turbulencias en los mercados a finales de 2018. Este hecho interrumpió la expansión registrada desde 2013.

Intermediación
financiera no bancaria

Estructura de la intermediación financiera no bancaria

CUADRO 6

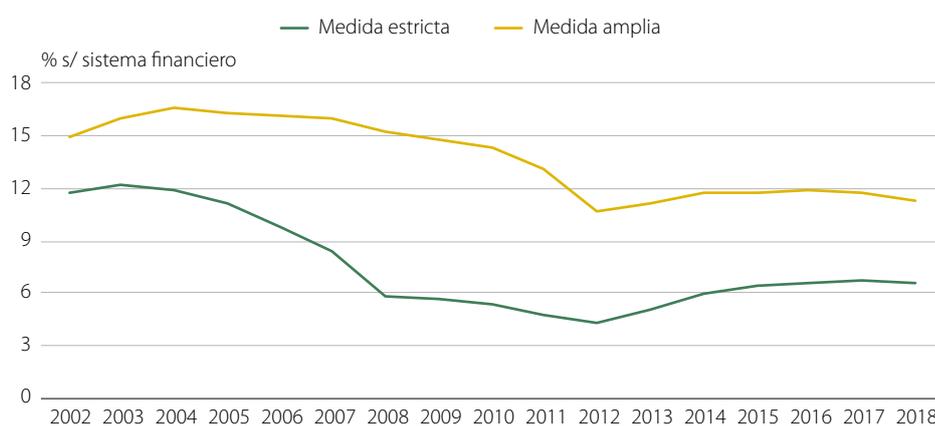
Millones de euros

	EF1	EF2	EF3	EF4	EF5	IFNB (amplia)	IFNB (estricta)
Tamaño en 2018 (millones)	253.074	60.873	4.563	1.029	184.576	504.116	295.900
Tamaño en 2017 (millones)	263.118	57.520	3.695	1.028	206.816	532.177	306.831
% del total (2018)	50,2	12,1	0,9	0,2	36,6	100	-
Crecimiento 2018 (%)	-3,8	5,8	23,5	0,1	-10,8	-5,3	-3,6
Crecimiento acumulado 2002-2007	48,7	79,1	78,4	115,6	647,0	151,9	66,3
Crecimiento acumulado 2007-2017	-8,7	-11,9	-82,0	43,7	-41,7	-27,0	-19,1

Fuente: CNMV y Banco de España.

Peso relativo de la intermediación financiera no bancaria

GRÁFICO 12



Fuente: CNMV y Banco de España.

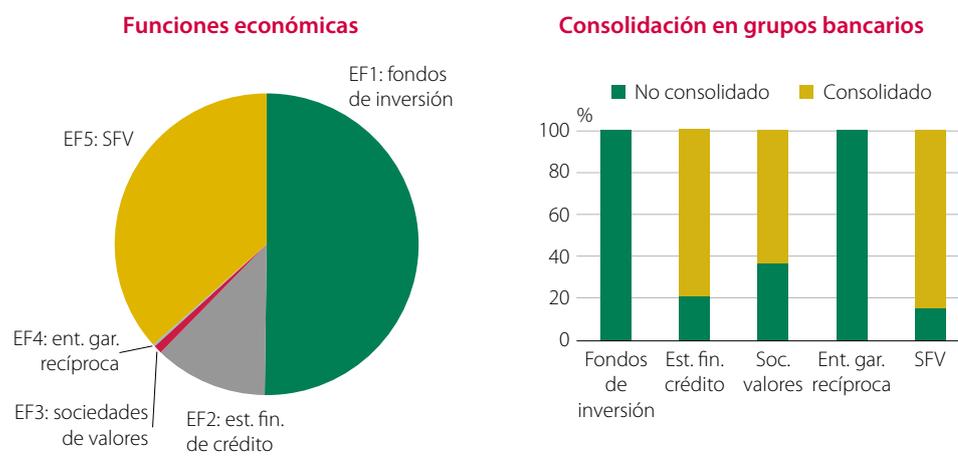
La expansión de la IFNB hasta el año 2007 fue elevada y sostenida, como lo refleja el hecho de que entre 2002 y 2007 el crecimiento acumulado fuera del 66,3 %, atendiendo a la definición estricta, y del 151,9 %, si se tiene en cuenta la definición más amplia (véase cuadro 6). A partir de 2007, con el inicio de la crisis, los activos gestionados por las entidades pertenecientes a la IFNB comenzaron a disminuir, especialmente en 2008, para recuperarse de una forma suave (al menos en comparación con el crecimiento de los primeros ejercicios analizados) a partir de 2013. Cabe mencionar que, a pesar del crecimiento de los activos de este tipo de intermediación en los años anteriores a la crisis, en términos relativos, como fracción tanto del sistema fi-

nanciero en su conjunto como del subsector OIF, estas actividades perdieron peso de forma sustancial, por lo que se deduce que el aumento de la IFNB fue menor que el registrado por el sistema financiero en su totalidad, especialmente por parte de los bancos.

Atendiendo a las distintas tipologías de entidades que conforman la IFNB (cada una de ellas se desarrollará de forma detallada en los siguientes epígrafes de esta sección), las pertenecientes a las funciones económicas 1 (EF1, ciertas clases de fondos de inversión) y 5 (EF5, vehículos para la titulización) son las que representan un mayor porcentaje del total, con un 50,2 % y un 36,6 %, respectivamente (véase panel izquierdo del gráfico 13). En el caso de la EF1, a pesar de haberse reducido su dimensión en términos absolutos, su importancia relativa en 2018 se incrementó 8 décimas, mientras que el peso de la EF5, con una caída de sus activos financieros totales, disminuyó un 2,3 %. En los años centrales de la crisis, cuando la industria de la inversión colectiva se contrajo de forma sustancial, el peso de la EF1 descendió por debajo del 30 % del total de la IFNB, mientras que, por el contrario, la importancia relativa de la EF5 llegó a superar el 60 % (véase gráfico 14). Por detrás de estos dos subsectores, se sitúan los establecimientos financieros de crédito, que conforman la función económica 2 (EF2), con un 12,1 % del total, y a mucha distancia las correspondientes a las funciones económicas 3 y 4 (sociedades de valores y entidades de garantía recíproca).

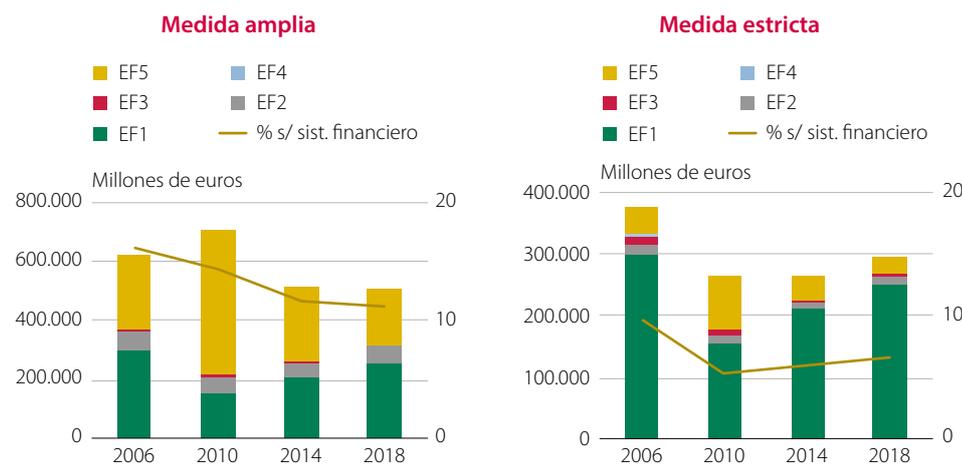
Distribución de la intermediación financiera no bancaria. 2018

GRÁFICO 13



Fuente: CNMV y Banco de España.

Si se descuentan las entidades que consolidan en los bancos, estos valores cambian de forma significativa. Por un lado, los fondos de inversión —en los que no existe consolidación— ganan peso, hasta alcanzar el 85,5 % del total de la IFNB. En cambio, el peso de los vehículos de titulización y los establecimientos financieros de crédito, con una fracción muy elevada del total del sector que consolida en bancos (véase panel derecho del gráfico 13), desciende hasta el 9,4 % y el 4,2 % de la IFNB, respectivamente.



Fuente: CNMV y Banco de España.

Evaluación de los riesgos de la intermediación financiera no bancaria

La definición y delimitación de las entidades que conforman la IFNB tiene como objetivo final la identificación y el seguimiento de los riesgos potenciales que estas pueden suponer para la estabilidad financiera. Así, en este epígrafe se propone una primera aproximación a la valoración de dichos riesgos. Concretamente, se evalúan el riesgo de crédito, la transformación de vencimientos, el riesgo de liquidez y el apalancamiento en el ámbito de los fondos de inversión¹⁵, de los establecimientos financieros de crédito, de las sociedades de valores y de los SFV¹⁶.

El cuadro 7 recoge una representación de la intensidad de los riesgos analizados en función de unos umbrales establecidos que han tenido en cuenta el debate que existe en los foros internacionales acerca de estos, adaptándose a las características de cada tipo de entidad¹⁷. Su fijación se ha realizado, no obstante, mediante criterios puramente cualitativos que pueden revisarse en el futuro, si se considera necesario. La ausencia de color apunta a la presencia de un riesgo bajo, mientras que los colores morados informan de un riesgo moderado, medio o alto en función de la intensidad del color (claro, medio o fuerte).

Como se puede observar en el cuadro 7, los mayores riesgos de la IFNB están relacionados, actualmente, con el riesgo de crédito y el riesgo de liquidez. En el caso del riesgo de crédito¹⁸, en la mayor parte de las entidades este tiene un nivel medio o alto, mientras que el riesgo de transformación de liquidez también lo es para todas a excepción de las sociedades de valores, en las que es prácticamente nulo.

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

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

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

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

	Fondos de inversión			Establecimientos financieros de crédito	Sociedades de valores	SFV: titulización
	Monetarios	Renta fija	Mixtos			
Riesgo de crédito	●	●	●	●	●	●
Transformación de vencimientos	○	●	○	○	○	●
Riesgo de liquidez	●	●	●	●	○	●
Apalancamiento	○	○	○	●	●	●
Interconectividad con el sistema bancario	○	○	○	○	○	●
Importancia relativa ^{1,2} (%)	1,4	12,9	29,9	12,1	0,9	36,6

Fuente: CNMV.

¹ Los pesos de cada una de las entidades presentadas en este cuadro no suman el 100 %, ya que no están representadas las entidades de garantía recíproca ni algunas tipologías de fondos que pertenecen también a la IFNB.

² Estos porcentajes están calculados según el tamaño total del sector, sin descontar las entidades que consolidan en grupos bancarios.

3.1 Función económica 1

Como se puede ver en el cuadro 5, la función económica 1 (EF1) se define como la gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos. Teniendo en cuenta estas consideraciones, de las distintas vocaciones de los vehículos de inversión existentes en nuestro país se ha considerado que pertenecen a esta función económica y, en consecuencia, forman parte de la IFNB los fondos monetarios, los fondos de renta fija, los fondos mixtos¹⁹, los fondos de inversión libre (*hedge funds*²⁰) y las SICAV.

Como ya se ha descrito con anterioridad, los fondos de inversión pertenecientes a la EF1 representaban en España el 85,5 % del total de la IFNB a finales de 2018. Este porcentaje ha ido aumentando a lo largo de los últimos años (en 2010 era del 60 %) a causa de la expansión que ha experimentado esta industria. Como se puede observar en el panel derecho del gráfico 15, el patrimonio de estos fondos descendió de forma abrupta en el periodo 2008-2012, para recuperarse con intensidad a partir de 2013, experimentando tasas de crecimiento anuales por encima del 10 % desde entonces. En el último año, no obstante, ha descendido un 3,8 % hasta situarse en los 253.000 millones de euros.

Como se puede apreciarse en el panel izquierdo del gráfico 15, los fondos mixtos representaban en nuestro país casi el 60 % del total de IIC incluidas en la IFNB a finales de 2018; de ellos casi dos tercios corresponden a fondos de renta fija mixta. Por su parte, los fondos de renta fija, que son los segundos en importancia y suponían aproximadamente el 25 % del total, al contrario que los mixtos, han ido reduciendo su patrimonio, tanto en términos absolutos como relativos, desde los

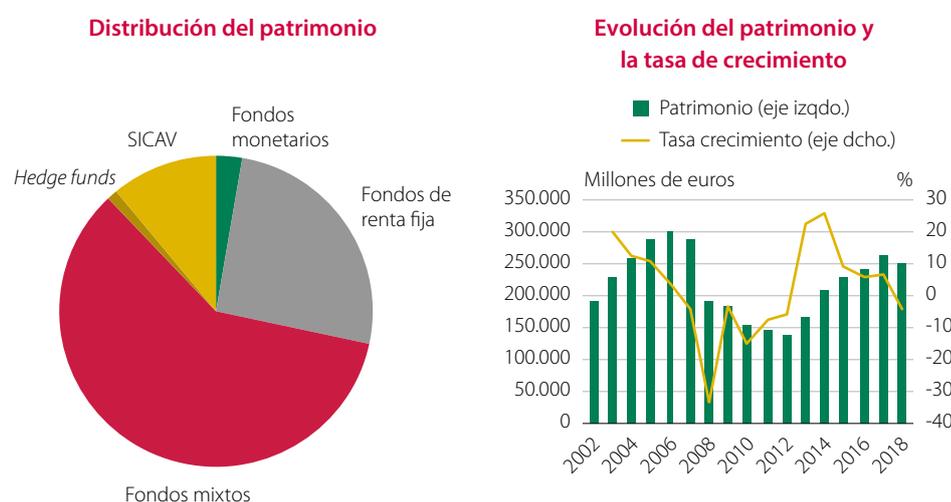
19 Véase nota al pie 1 del cuadro 5.

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

máximos cercanos al 50 % en 2011. El patrimonio de las SICAV era del 11 % del total, porcentaje ligeramente inferior al de los años anteriores. Finalmente, los fondos monetarios y los fondos de inversión libre (*hedge funds*) representaban al cierre de 2018 un 2,7 %, porcentaje que ha ido disminuyendo progresivamente, y un 1 %, respectivamente²¹.

Distribución de los fondos de inversión pertenecientes a la IFNB

GRÁFICO 15



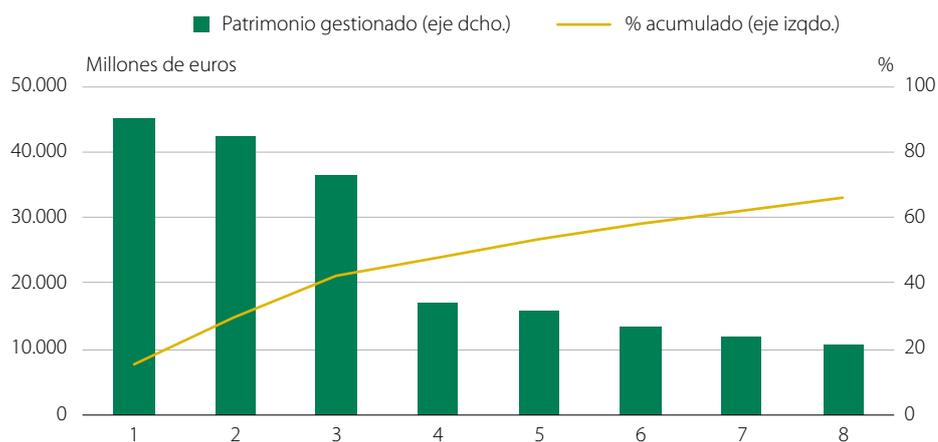
Fuente: CNMV.

El sector de los fondos de inversión españoles ha sido gestionado tradicionalmente, en su mayoría, por sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) pertenecientes a grupos bancarios, lo que ha provocado que la concentración en el sector haya sido elevada. De esta forma, a finales de 2018, las 3 mayores SGIIC —todas pertenecientes a bancos— concentraban alrededor del 40 % del patrimonio total de los fondos de inversión y las 7 mayores, el 60 % (véase gráfico 16).

21 Durante el primer trimestre de 2019 ha entrado en vigor una nueva circular de la CNMV por la que se modifica la Circular 1/2009, de 4 de febrero, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora, modificada parcialmente por la Circular 3/2011, de 9 de junio. Esta nueva circular ha sido necesaria para dar cumplimiento al Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre fondos del mercado monetario, que tiene como objetivo el establecimiento de unas normas comunes en la Unión Europea en relación con el vencimiento, la composición y la liquidez de la cartera de los fondos monetarios para evitar disparidades en los niveles de protección a los inversores. En el caso español, las gestoras de los fondos de inversión que tenían la vocación de monetarios debían establecer si con la nueva legislación podían permanecer como tales o, dado que las nuevas condiciones son más restrictivas, debían modificar su vocación a la de renta fija a corto plazo (de nueva creación). Al cierre del segundo trimestre de 2019, el número de fondos que permanecían como monetarios era de dos, mientras que el resto había cambiado su vocación.

Patrimonio gestionado de las 8 mayores SGIC

GRÁFICO 16

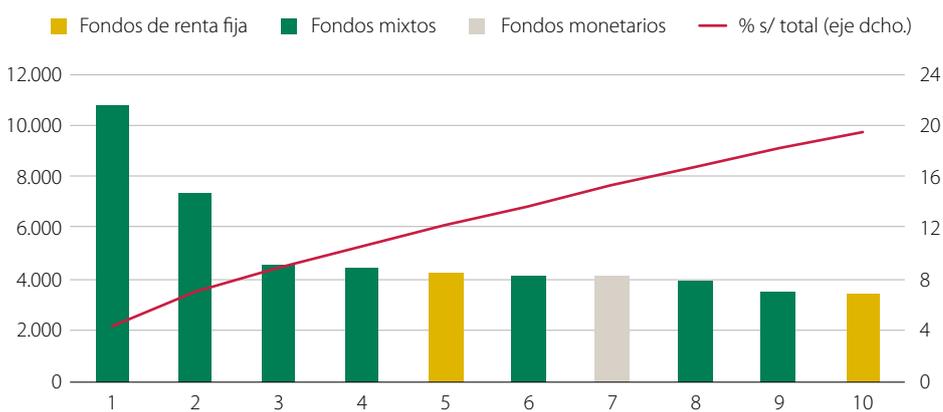


Fuente: CNMV y Banco de España.

En España, a finales de 2018 había un total de 4.133 vehículos de inversión activos pertenecientes a la EF1, 1.374 de los cuales correspondían a fondos de inversión, 2.704 a SICAV y 55 a *hedge funds*. En términos de tamaño (patrimonio gestionado), los fondos de inversión eran, en general, los que gestionaban un mayor volumen de activos: había 41 fondos que gestionaban un patrimonio superior a los 1.000 millones de euros, mientras que esta cifra la superaba únicamente 1 SICAV y ningún *hedge fund*. Teniendo en cuenta tan solo los fondos de inversión, se puede observar que los 4 mayores vehículos concentraban poco más del 10 % del patrimonio total de estos (véase gráfico 17), 3 de los cuales eran fondos globales y 1, un fondo de renta fija mixta (todos ellos incluidos en la categoría de fondos mixtos). Adicionalmente, los 10 fondos de mayor tamaño suponían alrededor de un 20 % del total, entre los que había 7 fondos mixtos, 2 de renta fija y 1 monetario.

Patrimonio gestionado de los 10 mayores fondos de inversión

GRÁFICO 17

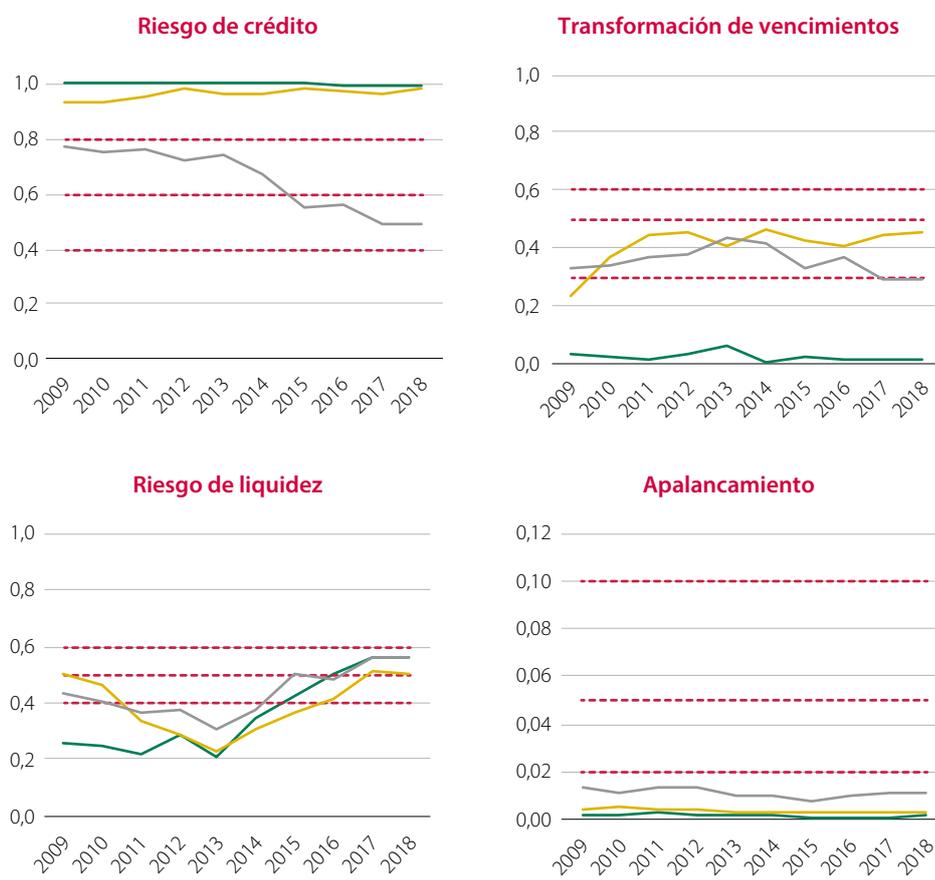


Fuente: CNMV.

El análisis de los riesgos asociados a los fondos de inversión españoles se ve facilitado por el nivel de *reporting* que impone la normativa española, que es especialmente exigente. A las obligaciones de información de carácter europeo, que se recogen en tres bloques informativos²² (Directiva UCITS, Directiva AIFM y regulación del BCE), se añaden las exigencias de la normativa española, que están contenidas en la Circular 3/2008, de 11 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las IIC, y la Circular 1/2006, de 3 de mayo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre. En relación con la información reservada que se establece en la Circular 3/2008 (que se aplica a todas las IIC menos a las IIC de Inversión Libre) cabe destacar, por ejemplo, la disponibilidad de información diaria sobre el patrimonio de la IIC y sobre el volumen de suscripciones y reembolsos efectuados por los partícipes y de información mensual sobre su cartera de inversiones, incluidas aquellas efectuadas sobre instrumentos financieros derivados.

Evolución de los riesgos en los fondos de inversión

GRÁFICO 18

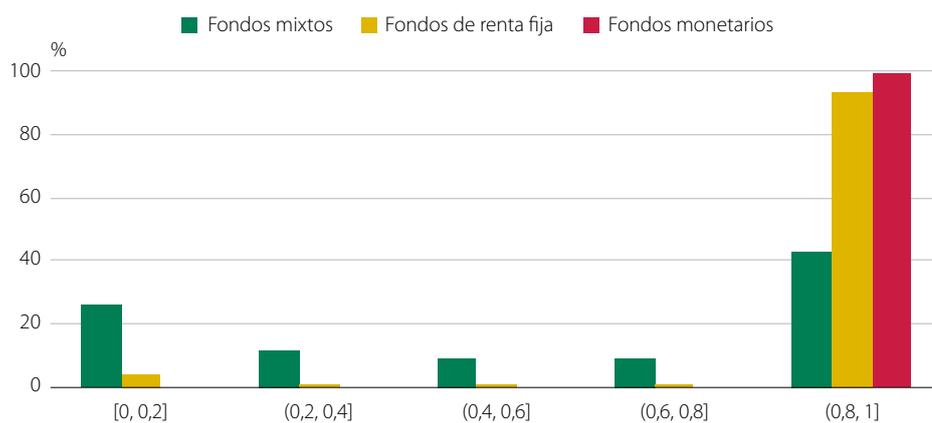


Fuente: CNMV.

22 Estos tres bloques son: i) la Directiva UCITS (2009/65/CE) y su normativa de desarrollo, aplicable a las IIC armonizadas o UCITS; ii) la Directiva AIFM (2011/61/CE) y su regulación de desarrollo, aplicable a los fondos de inversión alternativos —AIF en su nomenclatura inglesa—; y, por último, iii) la regulación del Banco Central Europeo (Reglamento n.º 1073/2013) sobre obligaciones de remisión de información estadística de activos y pasivos de los fondos de inversión, tanto UCITS como AIF, al Banco Central Europeo.

Distribución del riesgo de crédito en las distintas tipologías de fondos de inversión

GRÁFICO 19



Fuente: CNMV.

Atendiendo a los datos individuales, se puede observar en el gráfico 19 que todos los fondos monetarios españoles que existían a finales de 2018 tenían un porcentaje de activos crediticios superior al 80 %, mientras que en los fondos de renta fija se superaba este umbral en más del 90 % de los casos²³. En los fondos mixtos existía una cierta polarización, ya que más del 40 % se situaba en un nivel de riesgo alto, mientras que un 38 % estaba en nivel bajo (inferior al 40 %).

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

Utilizando la ratio mencionada, tan solo los fondos de renta fija tienen un nivel de riesgo moderado (véase panel superior derecho del gráfico 18), con una proporción de activos a largo plazo del 46 %. En el resto de vocaciones el riesgo es bajo, aunque en el caso de los fondos mixtos, hasta 2016 este riesgo se situó por encima del 30 % (nivel moderado), para bajar en 2017 y 2018 hasta el 29 %. En los fondos monetarios, con importantes restricciones a la inversión a largo plazo²⁴, el riesgo de transformación de vencimientos es prácticamente nulo.

Atendiendo a la distribución individual de la ratio entre fondos, como se observa en el gráfico 20, en todos los fondos monetarios el porcentaje de activos a largo plazo estaba a finales de 2018 por debajo del 20 %. Respecto de los fondos de renta fija y mixtos, aunque en términos globales no parece existir un elevado riesgo de transformación de vencimientos, un 45 % y un 25 % de ellos, respectivamente,

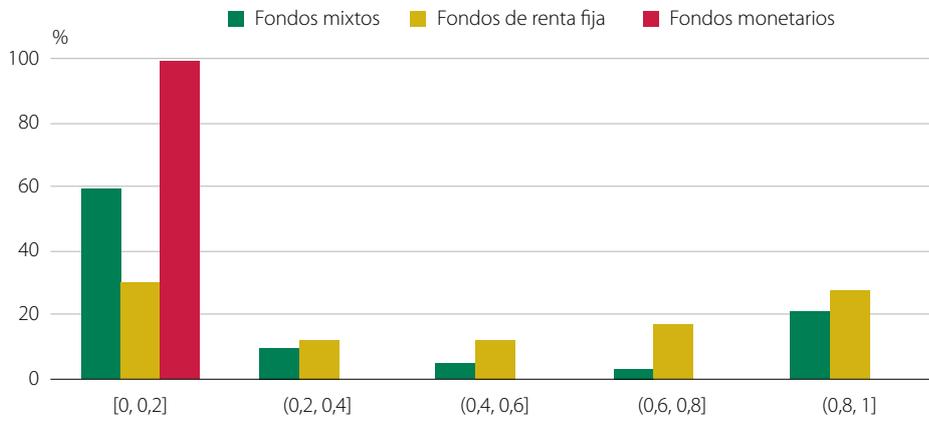
23 Cabe destacar que un 6 % de los fondos de renta fija tiene una proporción de activos crediticios inferior al 40 % debido a que invierten prácticamente la totalidad de su patrimonio en otras IIC. A pesar de que en la mayoría de casos estas IIC son otros fondos de renta fija, esto se considera una inversión en renta variable.

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

están en un nivel alto, es decir, con un porcentaje de activos a largo plazo superior al 60 %.

Distribución del riesgo de transformación de vencimientos en las distintas tipologías de fondos de inversión

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

El análisis del riesgo de liquidez es complejo, en la medida en que no existe una definición única e inequívoca de activo líquido. En general, la liquidez de un activo está relacionada con la posibilidad de comprar o vender en un tiempo reducido sin incurrir en pérdidas elevadas. Por tanto, depende tanto de su propia naturaleza como de la coyuntura de los mercados financieros y, en particular, de la incertidumbre presente. Los activos que se suelen considerar más líquidos por su naturaleza son el efectivo y los depósitos, seguidos por los repos y, por lo común, los activos de deuda pública. A continuación se situaría la renta variable y, por último, los activos de renta fija privada. Sin embargo, todos ellos pueden experimentar una disminución de su liquidez en momentos de estrés, al igual que pueden no presentar problemas al respecto en situaciones normales.

Teniendo en cuenta estas consideraciones, en este informe se presenta un análisis sobre el riesgo de liquidez basado fundamentalmente en las categorías de activos, aunque también se proporciona información sobre el grado de liquidez de los activos de renta fija privada, que tiene en cuenta otras consideraciones, como su vencimiento o la disponibilidad de precios. De esta forma, el riesgo de liquidez se ha calculado como el total de activos menos líquidos (total activos financieros – activos líquidos) en relación con el total de activos financieros, tomando como activos líquidos los depósitos, la deuda pública, las emisiones avaladas, los repos y el 50 % del valor de la cartera de renta variable. Este riesgo se muestra en un nivel medio en las 3 vocaciones analizadas (proporción de activos menos líquidos entre el 50 % y el 60 %²⁵), habiendo aumentado, en todos los casos, de forma continua desde 2013 (véase panel inferior izquierdo del gráfico 18). Así, ese año los valores se situaban

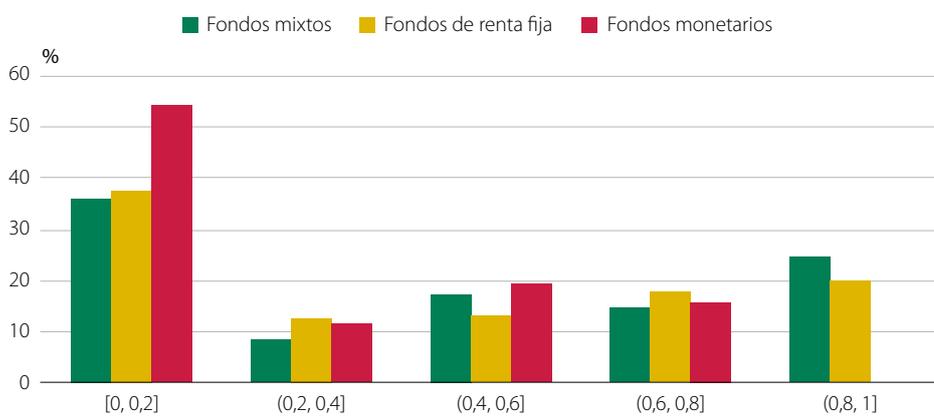
25 Los umbrales del riesgo de liquidez de los fondos de inversión son inferiores a los del resto de entidades como consecuencia de sus características particulares. En concreto, la posibilidad de que se produzcan reembolsos masivos por parte de los partícipes genera una necesidad adicional de liquidez, que en este caso se ha considerado del 20 %.

entre el 20 % de los fondos monetarios y el 34 % de los fondos mixtos, mientras que en 2018 esta cifra se hallaba, para las 3 categorías, entre el 51 % y el 60 %²⁶.

En un análisis más detallado de los activos que conforman la cartera de renta fija privada, que en el ejercicio comentado anteriormente se han considerado poco líquidos, se tiene en cuenta su vencimiento (se consideran líquidos si su duración es inferior a 1 año) y la disponibilidad de cotizaciones en firme ofrecidas por distintos contribuidores. Este trabajo revela que en 2009 los activos ilíquidos de los fondos de inversión llegaron a alcanzar el 30 % de la cartera de renta fija, mientras que en la actualidad y desde hace algunos años, esta cifra ronda el 7 %.

Distribución del riesgo de liquidez en las distintas tipologías de fondos de inversión

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

Finalmente, en relación con el apalancamiento de las IIC, en la legislación española se establece que las IIC mobiliarias (a excepción de las de inversión libre) únicamente pueden endeudarse de forma transitoria y por algún motivo específico²⁷ y sin superar nunca el 10 % de su patrimonio. En España, ninguna categoría superaba el 2 % en 2018 ni lo había hecho, al menos, desde 2009²⁸. Adicionalmente, a nivel individual, ningún fondo superaba al cierre del año pasado el 10 %.

Existe una segunda vía por la cual las IIC pueden apalancarse: mediante el uso de derivados. De acuerdo con la legislación sobre UCITS, el apalancamiento máximo asumido a través de operaciones con instrumentos financieros derivados no puede superar el 100 % del activo²⁹. La información disponible sobre el uso de derivados por parte de las IIC españolas no apunta a la existencia de vulnerabilidades relevantes

26 Si se analiza el riesgo de liquidez, con base en estas premisas, de una forma individualizada, se observa que a finales del año pasado la proporción de fondos con un riesgo elevado (activos ilíquidos por encima del 60 %) era del 15,4 % para los fondos monetarios, del 37,5 % para los de renta fija y del 38,9 % para los mixtos.

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

28 Para calcular el nivel de apalancamiento de los fondos de inversión se ha estimado la ratio entre el pasivo de estos vehículos y su patrimonio.

29 También impone exigencias adicionales a la operativa con derivados no negociados en mercados organizados: entre otras, limita el riesgo asumido con una única contrapartida al 10 % de su patrimonio.

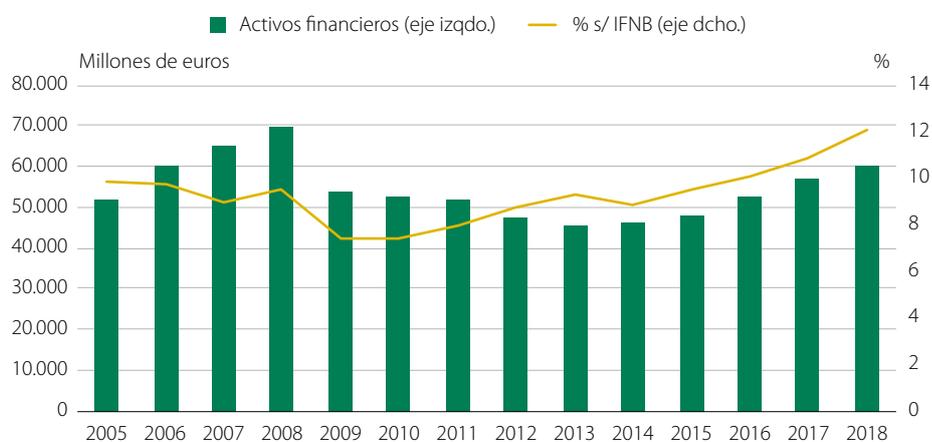
en ninguno de los posibles riesgos que puede generar esta operativa (de contraparte, de mercado³⁰ y de contagio).

3.2 Función económica 2

La función económica 2, definida como la concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo, puede estar compuesta por una amplia variedad de entidades y, dependiendo de la jurisdicción, con marcos jurídicos muy diferentes. En el caso español, pertenecen a ella los establecimientos financieros de crédito. No obstante, se está debatiendo en los foros internacionales si la actividad conocida como *direct lending*³¹ debe incluirse en el ámbito de la IFNB.

En España, los activos financieros de los establecimientos financieros de crédito representan, como ya se ha mencionado, el 12,1 % del total de la IFNB (en su versión amplia), con poco más de 60.500 millones de euros a finales de 2018, habiendo llegado a los 70.000 millones en 2008 (véase gráfico 22). Si se descuenta el importe que consolida en los grupos bancarios, que ronda el 80 %, los activos financieros de estas entidades descienden hasta los 12.000 millones de euros, es decir, un 4,2 % de la IFNB en su versión estricta. Es importante, por tanto, tener este hecho en cuenta a la hora de realizar el análisis de los riesgos de estas entidades, ya que, con independencia del nivel de estos, los efectos en términos de estabilidad financiera no serían, en principio, significativos.

Evolución de los activos de los establecimientos financieros de crédito GRÁFICO 22



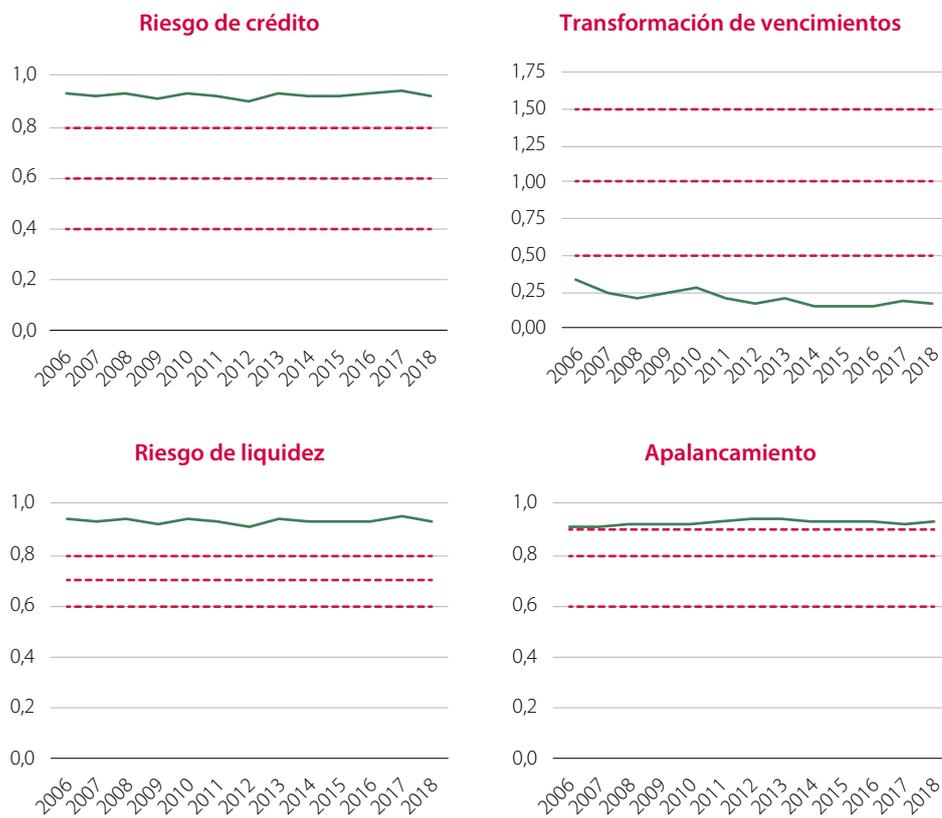
Fuente: CNMV.

30 En el caso del riesgo de mercado, la información recibida para el conjunto de UCITS y cuasi-UCITS que siguen la metodología del compromiso (empleada por instituciones que representan el 98,8 % del patrimonio del sector) revela que el nivel de exposición medio al riesgo de mercado suponía el 26 % del patrimonio de las IIC, muy por debajo del máximo permitido por la normativa (100 %).

31 El *direct lending* lo realizan entidades conocidas como *fondos de deuda*, que conceden préstamos o créditos a compañías, generalmente de tamaño mediano o pequeño. En España esta actividad la pueden realizar, entre otros, los vehículos de inversión colectiva de tipo cerrado, que están contemplados en la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado. Con esta nueva legislación se abrió la puerta, en el ámbito de la financiación alternativa, a otros tipos de vehículos distintos a las entidades de capital riesgo, cuya política de inversión está basada en la participación directa en el capital de las empresas en las que invierten. A finales de 2018 había un total de 31 entidades registradas, con un patrimonio agregado cercano a los 370 millones de euros.

Como se puede observar en el gráfico 23, las ratios que determinan cada uno de los riesgos muestran muy poca variación den el tiempo. De esta forma, entre 2006 y 2018 se han mantenido altos los riesgos de crédito y de liquidez y el apalancamiento, con indicadores que se han situado alrededor del 90 %. El indicador relacionado con el riesgo de transformación de vencimientos, en cambio, se ha situado en valores sustancialmente bajos, casi siempre por debajo del 25 %.

Evolución de los riesgos en los establecimientos financieros de crédito GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

A pesar de los elevados valores registrados por los indicadores, hay que tener en cuenta algunas consideraciones. Por un lado, la valoración del riesgo de crédito es alta para estas entidades debido a la naturaleza de su actividad, ya que más del 90 % de los activos financieros corresponde a créditos concedidos. El riesgo de liquidez y el apalancamiento elevados tienen su origen en el bajo nivel de activos líquidos y de fondos propios de estas entidades.

3.3 Función económica 3

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

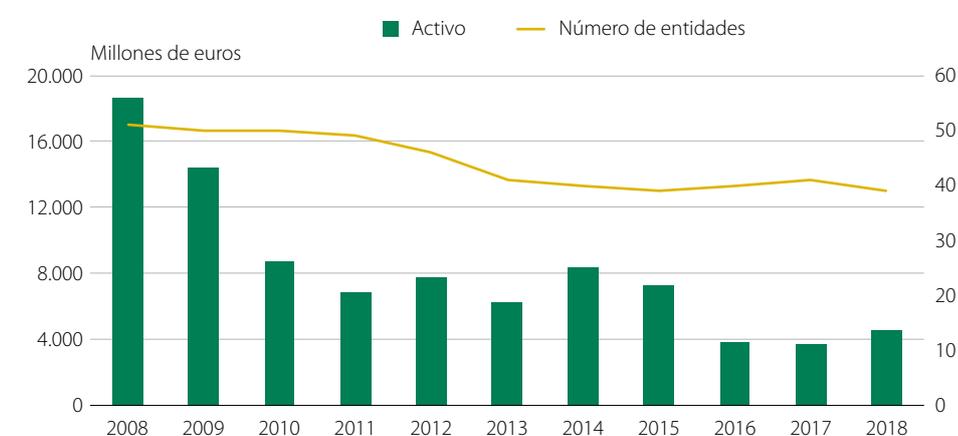
Al cierre de 2018 había un total de 39 sociedades de valores registradas en la CNMV, que contaban con un activo total de 4.586 millones de euros. Esto supone un importante aumento del 23,3 % en relación con el año 2017, sobre todo teniendo en cuenta la contracción que se venía produciendo desde 2014 (véase gráfico 24). El tamaño de este sector es relativamente reducido, si se compara con el de otras jurisdicciones.

dicciones, ya que en nuestro país los servicios de inversión los proporcionan en su mayoría las entidades de crédito. Así, aproximadamente un 85 % de las comisiones percibidas por estos servicios corresponde a estas últimas, mientras que las sociedades de valores reciben alrededor del 10 %³² (el 5 % restante corresponde a las agencias de valores).

Como se ha mencionado con anterioridad, las sociedades de valores tienen un peso relativo muy bajo dentro de la IFNB, del 0,9 %, por lo que el riesgo de contagio para el resto del sistema financiero es muy limitado. Aun así, analizando los riesgos asociados a estas empresas independientemente de su dimensión, se observa que a finales del año la valoración del riesgo de crédito era alta (por encima del 80 %), la del nivel de apalancamiento era moderada y la del riesgo de liquidez y del de transformación de vencimientos estaban en un nivel bajo.

Activos de las sociedades de valores y número de entidades

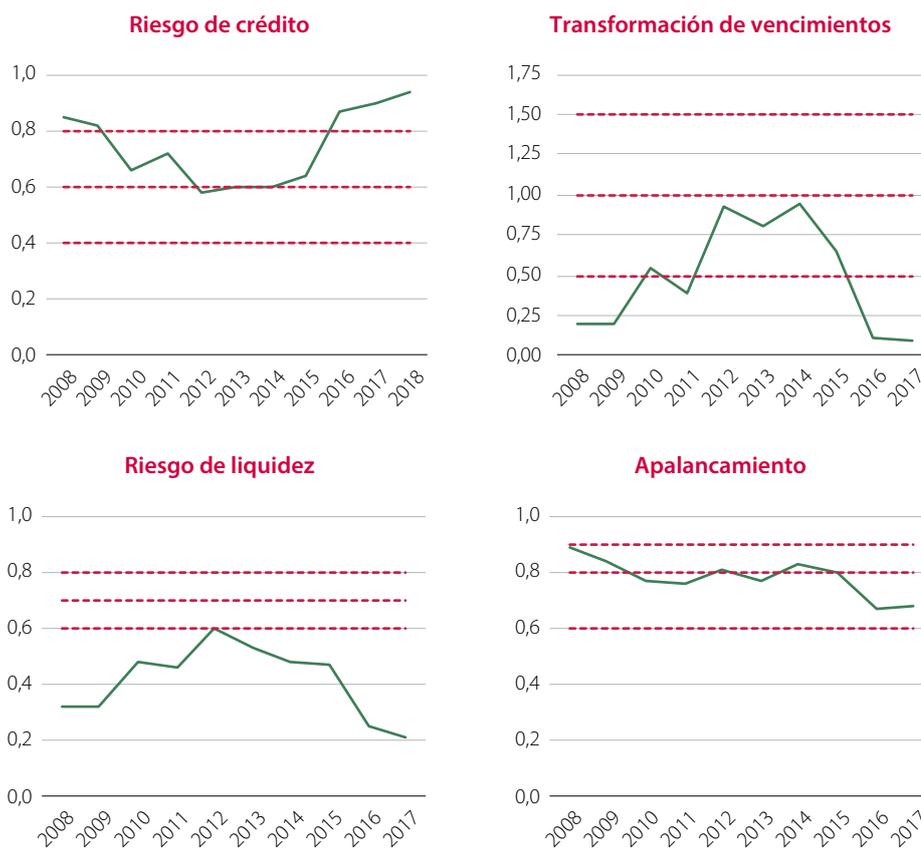
GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

La evolución temporal de estos riesgos, como puede observarse en el gráfico 25, ha sido dispar: mientras que el indicador del riesgo de crédito ha aumentado gradualmente desde 2012, cuando se situaba en un nivel moderado, los indicadores sobre el riesgo de liquidez y el apalancamiento han ido disminuyendo, especialmente el primero. Por su parte, la cifra correspondiente a la ratio entre los pasivos y activos a corto plazo (transformación de vencimientos) ha ido variando mucho desde 2008, aunque hay que tener en cuenta que esto se debe, sobre todo, a los pequeños importes tanto del numerador como del denominador de dicha ratio.

32 Cabe mencionar que estas cifras se corresponden con una clasificación de las entidades realizada desde un punto de vista legal, teniendo en cuenta la forma jurídica de cada una de ellas. No obstante, existen algunas entidades que tienen forma jurídica de banco, pero cuyo modelo de negocio se basa en la prestación de servicios de inversión. Se estima que el importe de ingresos relacionado con la prestación de servicios de inversión en España de estas entidades, descontando el volumen de comisiones que estas retroceden a terceros, fue algo inferior a los 400 millones de euros en 2018. Desde un punto de vista amplio, se estima que aproximadamente el 70 % del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en España (incluyendo la gestión de IIC), evaluado a través de los ingresos por comisiones, corresponde a bancos comerciales o a entidades que pertenecen a sus grupos, mientras que el resto correspondería a entidades financieras especializadas en la prestación de servicios de inversión y sin vinculación societaria con la banca comercial.



Fuente: CNMV.

3.4 Función económica 4

En esta categoría se enmarcan las entidades que realizan una actividad de *facilitación* a la creación de crédito. En España, pertenecen a esta clase de entidades las sociedades de garantía recíproca. Estas compañías, que nacieron en 1978, se definen como entidades financieras cuyo objeto principal es facilitar el acceso al crédito de las pymes y mejorar, en general, sus condiciones de financiación a través de la prestación de avales ante los bancos, las administraciones públicas o los clientes y los proveedores. Por otro lado, de la misma forma que sucede con el *direct lending*, se está debatiendo el tratamiento de la IFNB de otras instituciones como, por ejemplo, las plataformas de financiación participativa (PFP, conocidas como *crowdfunding*) y, en particular, su posible inclusión en la EF4, ya que son vehículos que facilitan el contacto entre el inversor y la entidad que necesita financiación. Por el momento, no se han incluido estas entidades, teniendo en cuenta, además, que la recolección de datos sobre ellas que se realiza desde la CNMV está todavía en una fase muy inicial³³.

En España, las sociedades de garantía recíproca suponen una fracción muy pequeña de la IFNB, ya que sus activos financieros representan apenas el 0,2 % del total (con datos de finales de 2017). En consecuencia, es muy improbable que, en caso de que estas entidades experimenten dificultades, los riesgos se propaguen al resto del sistema financiero.

³³ La información estimada más reciente para estas plataformas representa un importe poco significativo (cerca de los 60 millones de euros).

Dado que la dimensión de este sector es inferior al umbral del 0,5 %, se considera que no comporta riesgos para la estabilidad financiera, de forma que no se ha realizado el análisis de medición de potenciales riesgos que sí que se ha hecho con el resto de entidades pertenecientes a la IFNB.

3.5 Función económica 5

La EF5 se define como la intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras. Pertenecen a esta categoría los vehículos de propósito especial (SFV, por sus siglas en inglés), cuyo objeto es la titulización de activos.

La provisión de recursos a los bancos u otras entidades financieras, haya o no transferencia real de activos o riesgos, puede ser una parte integral de las cadenas de intermediación crediticia, por lo que deben tenerse presentes los riesgos asociados a la IFNB, especialmente en lo que respecta a la transformación de vencimientos. Es importante mencionar, no obstante, que, en términos generales, las emisiones de titulización en España están estructuradas de manera que los pagos se realizan con los *pools* de activos que se van amortizando, por lo que este problema es poco relevante. Además, se puede considerar que en España la titulización ha sido más una herramienta de financiación que de transferencia de riesgos, al contrario que en otras jurisdicciones, en las que se reveló como una de las problemáticas más relevantes de la última crisis financiera por la reducción o cuasi eliminación de los incentivos a la evaluación de los riesgos por parte de las entidades que concedían los créditos originales.

Como ya se ha comentado al inicio de esta sección, en España la titulización supone una fracción importante de la IFNB, siendo el segundo sector en importancia. Así, los activos financieros de los SFV ascendían a 185.000 millones de euros a finales de 2018 y suponían el 36,6 % de la IFNB (definición amplia), aunque en 2010 llegaron a alcanzar los 489.000 millones de euros. De hecho, tan solo en 2018 su descenso fue del 10,8 %. De la misma forma que para los establecimientos financieros de crédito (EFC) y como ya se ha mencionado en el inicio de esta sección, un porcentaje muy elevado de los vehículos de titulización consolida en grupos bancarios³⁴, por lo que, a pesar de que su tamaño es elevado dentro de la IFNB en el sentido amplio, una vez se detraen los activos que se incluyen en el balance de alguna entidad bancaria, la cifra se reduce hasta el 13,5 %.

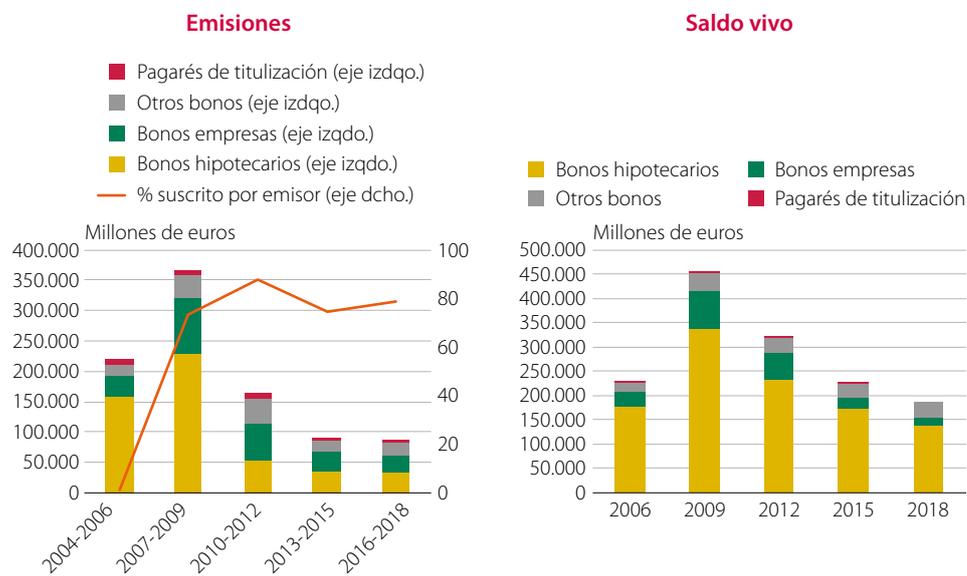
Como refleja el panel izquierdo del gráfico 26, las emisiones de bonos de titulización descendieron de forma sustancial entre 2009 y 2011, que fue el momento más desfavorable para el mercado de titulaciones, prácticamente paralizado a nivel global. El descenso de las emisiones no fue tan abrupto como cabría haber esperado porque las entidades financieras decidieron emitir titulaciones y suscribirlas ellas mismas con el fin de utilizar estos activos como colateral en las operaciones de financiación con el Eurosistema (el porcentaje de las emisiones suscrito por el propio emisor llegó a rozar

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

el 100 % entre 2008 y 2010). Aun así, esta disminución hizo que el saldo vivo de las titulaciones se resintiera y descendiera de forma progresiva desde 2009 (véase panel derecho del gráfico 26). Desde 2011, el porcentaje de las emisiones suscritas por los emisores ha disminuido pero se mantiene en niveles elevados, cerca del 80 %³⁵.

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

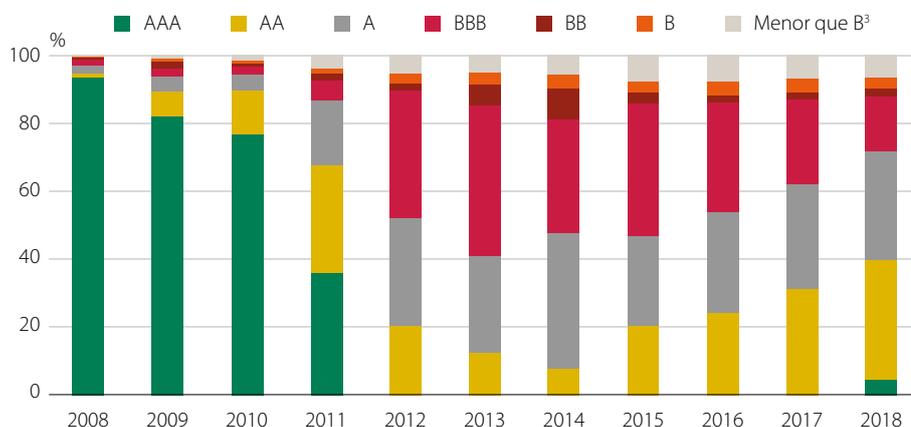
GRÁFICO 26



Fuente: CNMV y Banco de España.

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

GRÁFICO 27



Fuente: CNMV.

¹ No incluye el MARF.

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

³ Incluye las emisiones sin rating.

Por tipo de activo, se puede observar que en España la mayor parte de los activos de titulización ha correspondido tradicionalmente a bonos hipotecarios, cuyo saldo vivo ha rondado las tres cuartas partes del total desde las primeras emisiones.

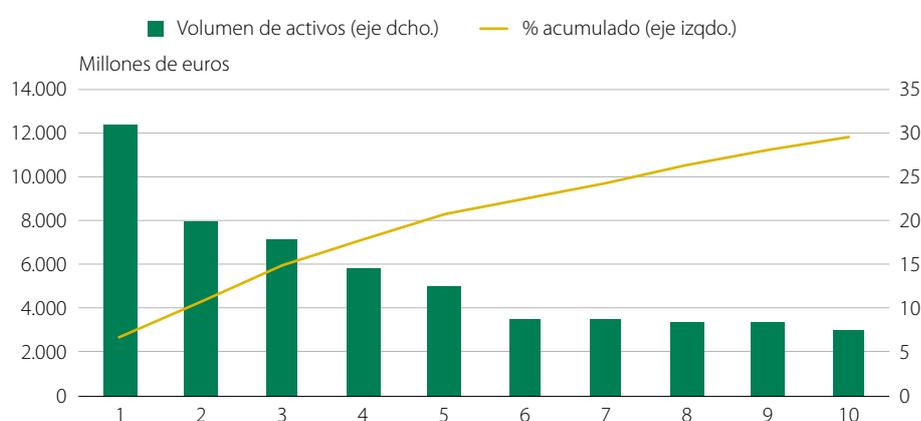
35 En enero de 2011, entró en vigor la modificación de la Directiva de Adecuación de Capital, conocida como CRD II, cuyo artículo 122, letra a), apartado 1, recogía la obligación por parte del originador de retener un mínimo del 5 % del valor nominal de las titulaciones.

Por su parte, la calificación crediticia de los SFV, tanto como consecuencia del aumento del riesgo asociado al país como por razones intrínsecas a estos vehículos y a los activos que poseían, fue descendiendo desde el inicio de la crisis, con rebajas muy importantes sobre todo en 2011 y 2012. Así, mientras que en 2008 más del 90 % de los activos estaba calificado como AAA y tan solo un 3 % era BBB o inferior, en 2017 no había prácticamente ningún activo AAA y los BBB o inferior suponían algo más del 37 % (véase gráfico 27). Durante 2018, no obstante, la situación mejoró de forma sustancial, con un 5 % de activos AAA y un 28 % de activos BBB o inferior.

En relación con la estructura del sector, en el que se contabilizaban 266 fondos al cierre del año, se observa un grado de concentración elevado atendiendo a los balances de las entidades: los 5 vehículos con un mayor volumen de activos financieros suponían alrededor del 20 % del total (véase gráfico 28), mientras que con 29 vehículos se obtiene el 50 % del tamaño del sector en su conjunto.

Patrimonio gestionado de los 10 mayores SFV

GRÁFICO 28

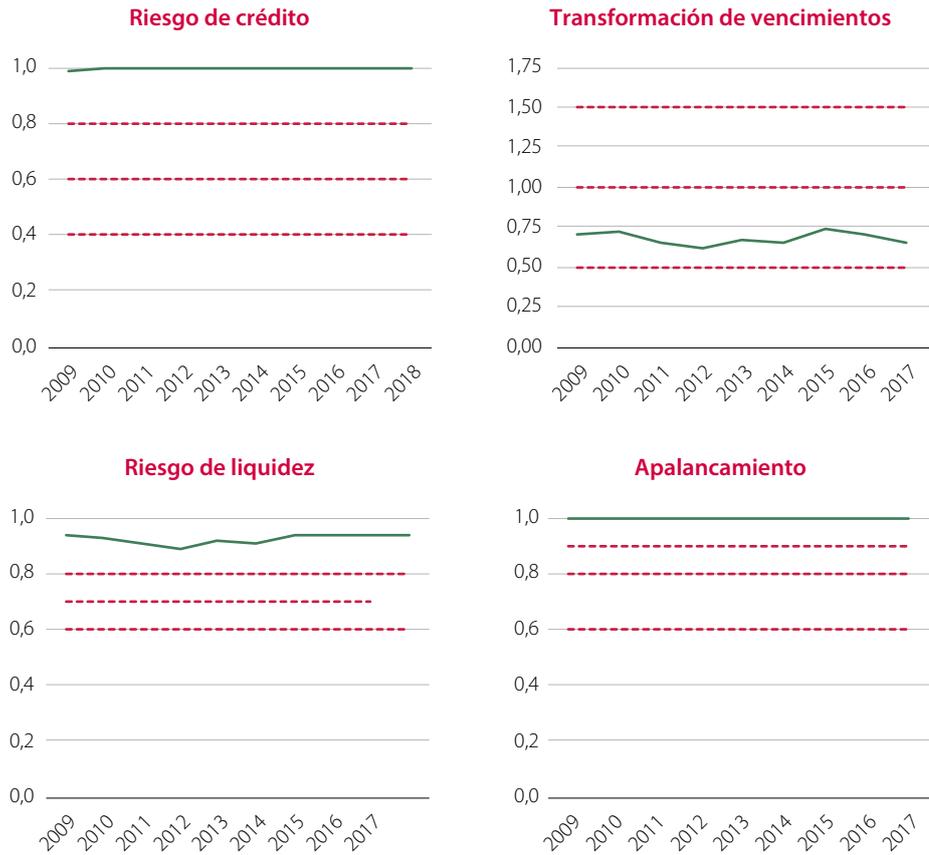


Fuente: CNMV y Banco de España.

En relación con la evaluación de los riesgos de estas entidades, tan solo el riesgo de transformación de vencimientos está en un nivel moderado, mientras que el resto se sitúa en un nivel alto para los fondos de titulización. No obstante, hay que matizar algunos de los valores elevados obtenidos para los riesgos de crédito y liquidez y el apalancamiento. En primer lugar, el riesgo de crédito es prácticamente del 100 % por definición: todo el activo de los SFV está formado por los créditos traspasados por la entidad originadora o cedente. Algo similar sucede con el apalancamiento: los fondos de titulización no poseen fondos propios, por lo que la ratio, tal y como está construida, es siempre igual a 1. Por su parte, el riesgo de liquidez se situó en el 93 % al cierre de 2018, una cifra que no ha variado excesivamente en los últimos años (véase panel inferior izquierdo del gráfico 30), como consecuencia de la mencionada composición del balance: casi todo el activo lo conforman los préstamos cedidos y, por tanto, hay muy pocos activos líquidos. La distribución individual refleja que el 89 % de los fondos, con unos activos ilíquidos de casi el 98 % en términos medios, presentaba un porcentaje de activos ilíquidos por encima del umbral del 80 % (véase gráfico 30). En números posteriores de este informe se abordarán nuevos indicadores de riesgos que permitan superar las limitaciones de algunos de los actuales.

Evolución de los riesgos en los fondos de titulización

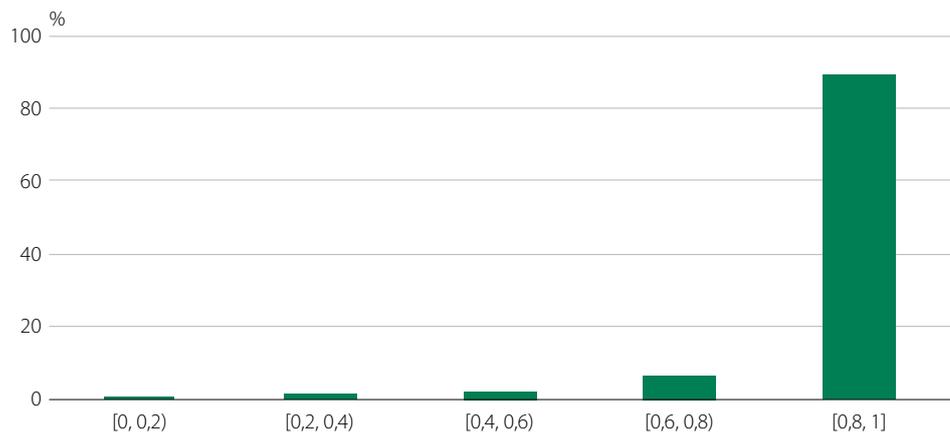
GRÁFICO 29



Fuente: CNMV.

Distribución del riesgo de liquidez en los fondos de titulización

GRÁFICO 30



Fuente: CNMV.

El nivel del indicador de riesgo asociado a la transformación de vencimientos, que es posiblemente el más relevante para estos vehículos, alcanzó el 70 %, lo que muestra una asimetría moderada en los vencimientos de los pasivos en relación con los activos. Esta cifra ha oscilado entre el 62 % y el 73 % en los últimos 9 años, por lo que es relativamente estable. No obstante, hay diferencias sustanciales entre los distintos vehículos: como se puede observar en el gráfico 31, la dispersión en los valores del riesgo de transformación de vencimientos para 2018 era elevada. Así, por ejemplo, en un 24 % de los fondos la ratio entre pasivos y activos a corto plazo era

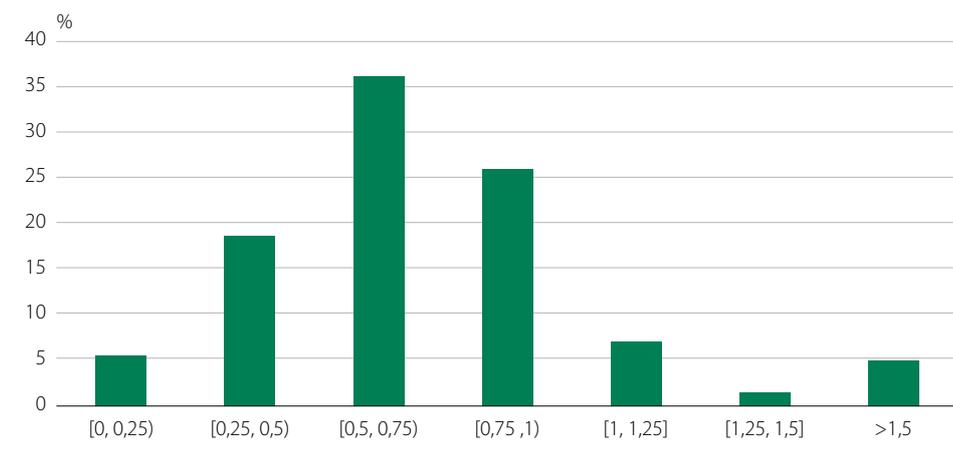
inferior al 50 % (riesgo bajo), mientras que en un 14 %, esta cifra superaba el 100 % (riesgo medio y alto).

Intermediación
financiera no bancaria

Hay que tener presente, también, que en España la mayor parte de los activos titulizados procede de préstamos o créditos a largo plazo —en su mayoría hipotecarios—, mientras que lo mismo sucede con los valores emitidos (pasivo). Así los activos y pasivos a corto plazo de los fondos de titulización españoles únicamente representan el 20 % y el 14 % del balance respectivamente, con datos de cierre del año pasado.

Distribución del riesgo de transformación de vencimientos en los fondos de titulización

GRÁFICO 31



Fuente: CNMV.

