



Intermediación financiera no bancaria en España

Ejercicio 2021

**Intermediación financiera
no bancaria en España**

Ejercicio 2021

El informe sobre la intermediación financiera no bancaria (IFNB) en España describe las tendencias más recientes de las entidades y actividades que forman parte de ella y evalúa sus riesgos más importantes. Este informe forma parte de la publicación de la CNMV denominada Monitor de la intermediación financiera no bancaria y tiene periodicidad anual (<http://cnmv.es/portal/Publicaciones/PublicacionesGN.aspx?id=56>).

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

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

Índice

1	Resumen ejecutivo	9
2	Desarrollo de las principales magnitudes	13
2.1	Intermediación crediticia y financiación de las entidades pertenecientes a la IFNB	17
2.2	Interconexión entre las entidades bancarias y las OIF	20
3	Intermediación financiera no bancaria	23
3.1	Evaluación de los riesgos de la intermediación financiera no bancaria	26
3.1.1	Función económica 1	28
3.1.2	Función económica 2	42
3.1.3	Función económica 3	43
3.1.4	Función económica 4	45
3.1.5	Función económica 5	46
3.2	Uso de herramientas macroprudenciales	49
3.2.1	Test de estrés	53

Índice de cuadros

Intermediación financiera no bancaria en España

Cuadro 1	Estructura del sistema financiero español	14
Cuadro 2	Estructura de otras instituciones financieras en España	16
Cuadro 3	Clasificación de la IFNB según funciones económicas	23
Cuadro 4	Estructura de la intermediación financiera no bancaria	25
Cuadro 5	Grado de involucración de la IFNB en los riesgos financieros. 2021	27
Cuadro 6	Apalancamiento de los fondos de la IFNB mediante el uso de derivados	41
Cuadro 7	Resultados de los test de estrés (flujos agregados)	57

Índice de recuadros

Recuadro 1	Evolución de los fondos de inversión en el contexto de la guerra en Ucrania	31
Recuadro 2	Aplicación de recomendaciones de liquidez de IOSCO y el FSB	51

Índice de gráficos

Intermediación financiera no bancaria en España

Gráfico 1	Financiación de las sociedades no financieras	13
Gráfico 2	Tasa de crecimiento anual de los activos del sistema financiero	14
Gráfico 3	Distribución y evolución del sector OIF en España	17
Gráfico 4	Evolución de la intermediación crediticia	18
Gráfico 5	Evolución de la financiación mayorista	19
Gráfico 6	Posición neta <i>repos</i>	20
Gráfico 7	Interconexión entre las entidades bancarias y las OIF	21
Gráfico 8	Del sector financiero no bancario a la medida estrecha de la IFNB. 2021	24
Gráfico 9	Peso relativo de la IFNB (% sobre el sistema financiero)	25
Gráfico 10	Distribución de la intermediación financiera no bancaria. 2021	26
Gráfico 11	Distribución de los fondos de inversión pertenecientes a la IFNB	29
Gráfico 12	Concentración en el sector de la inversión colectiva	30
Gráfico 13	Riesgo de crédito en las distintas tipologías de fondos de inversión	35
Gráfico 14	Transformación de vencimientos en las distintas tipologías de fondos de inversión	36
Gráfico 15	Duración modificada media de la cartera de renta fija de las distintas tipologías de fondos de inversión	37
Gráfico 16	Riesgo de liquidez en las distintas tipologías de fondos de inversión	38
Gráfico 17	Apalancamiento en las distintas tipologías de fondos de inversión	39
Gráfico 18	Evolución de los riesgos en los establecimientos financieros de crédito	43
Gráfico 19	Activos de las sociedades de valores y número de entidades	44
Gráfico 20	Evolución de los riesgos en las sociedades de valores	45
Gráfico 21	Evolución de los bonos y pagarés de titulización por tipo de activo	47
Gráfico 22	Saldo vivo de bonos y pagarés de titulización por calificación crediticia	47
Gráfico 23	Riesgo de transformación de vencimientos en los fondos de titulización	49
Gráfico 24	Disponibilidad de herramientas de gestión de liquidez en los FI	51
Gráfico 25	Proporción de activos líquidos (HQLA) de los fondos de inversión	55

1 Resumen ejecutivo

Esta publicación realiza el seguimiento de las entidades que forman parte de la intermediación financiera no bancaria (IFNB) en España. Se describen sus principales magnitudes y su grado de involucración en determinados riesgos en 2021. También se describen las herramientas macroprudenciales más relevantes que se pueden aplicar a los fondos de inversión, así como los resultados de los test de estrés que se realizan periódicamente sobre estas entidades, que continúan siendo, con diferencia, las más importantes de la IFNB en términos cuantitativos.

- El sistema financiero español volvió a crecer de forma notable en 2021. Sus activos se situaron en 5,49 billones de euros a finales del ejercicio, un 6,2 % más que en 2020. Más de la mitad del aumento tuvo su origen en los activos del banco central (debido a las operaciones de política monetaria) y un 40 %, en los activos de los bancos. Todos los subsectores del sistema presentaron avances excepto el de seguros, que experimentó un descenso del 1,8 %.
- Los activos de las otras instituciones financieras (OIF), que son la base a partir de la cual se delimita la IFNB, crecieron un 2,3 % hasta situarse en 875.000 millones de euros. Su peso relativo en el sistema fue próximo al 16 %. Los fondos de inversión, las instituciones financieras con actividad limitada y los vehículos de titulización continúan siendo las entidades más relevantes dentro de este grupo, pues representan el 43 %, el 26 % y el 19 % del total respectivamente. Como en años anteriores, se observó una fuerte heterogeneidad en la evolución de los componentes de las OIF en 2021: entre los avances cabe destacar el de los fondos de inversión (no monetarios), con un 17 %, y entre los descensos, los de las sociedades de valores y los de las titulizaciones.
- El grado de interconexión directa entre los bancos y las OIF siguió disminuyendo en 2021: tanto los derechos de los bancos en relación con las OIF como las obligaciones con estas entidades se situaron cerca del 8 % del activo total bancario. Estos porcentajes muestran una senda descendente prácticamente ininterrumpida desde el año 2010, cuando se situaban en el 15 % en el caso de los derechos de los bancos y en el 20 % en el de las obligaciones. El descenso de la interconexión directa entre los bancos y las OIF tiende a limitar, en cierta medida, el canal de contagio de riesgos.
- El volumen de activos de la IFNB en España, según la medida estrecha establecida por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), se situó en 328.000 millones de euros en 2021, un 8,1 % más que en 2020 y un 6 % del sistema financiero español. Este porcentaje, que se mantiene relativamente estable desde 2014, es inferior al de otras economías de nuestro entorno (cerca del 14 %). Las entidades más importantes de esta medida de la IFNB continúan siendo las instituciones de inversión colectiva (91 %) y, a distancia, los vehículos de titulización (6,2 %). El resto de las entidades que forman parte de la IFNB, que son los estable-

cimientos financieros de crédito (EFC), las sociedades de valores y las sociedades de garantía recíproca, apenas suponen el 3 % de los activos totales.

- El análisis de los riesgos asociados a la IFNB continúa sin apuntar a la existencia de vulnerabilidades relevantes desde el punto de vista de la estabilidad financiera. En el ámbito de los fondos de inversión, además de los indicadores de riesgo habituales, se han añadido extensiones analíticas para valorar con mayor detalle el riesgo de crédito (mediante las calificaciones crediticias de los activos en cartera), el riesgo de liquidez (a través del análisis de la cartera de las instituciones de inversión colectiva [IIC] en que invierten los fondos) y el riesgo de tipo de interés (mediante una estimación de la duración modificada de la cartera de renta fija). Finalmente, se ha evaluado el apalancamiento de los fondos por medio del uso de derivados, observándose un cierto aumento del apalancamiento medio respecto a 2020, pero no una utilización intensa ni generalizada de estos. Este último análisis es particularmente relevante, habida cuenta de los problemas que algunos fondos europeos han experimentado recientemente como consecuencia de los *margin calls* que han tenido que afrontar en momentos de alta volatilidad y de caída de precios en los mercados.
- En 2021 el uso de herramientas de gestión de la liquidez de los fondos en España fue muy inferior al observado durante el año previo, cuando se originó la crisis del COVID-19. En 2022, en el contexto de la guerra entre Rusia y Ucrania, un total de cinco instituciones activaron el mecanismo de reembolsos parciales como consecuencia de la exposición a activos suspendidos de negociación. Como es habitual, la comunicación entre la CNMV y las sociedades gestoras potencialmente más afectadas continuó siendo prioritaria. Además, en materia de herramientas de gestión de liquidez, cabe destacar la política que la CNMV está llevando a cabo para impulsar el empleo activo de estas herramientas, no solo en situaciones extraordinarias. Esta política está dando lugar a un aumento de las instituciones que han establecido la disponibilidad de uso de algunas de las herramientas existentes. Así, por ejemplo, se estima que el 85 % del total de fondos de inversión (en términos de patrimonio) tiene establecido en el folleto la posibilidad de exigir preavisos de hasta 10 días hábiles cuando los reembolsos superen los 300.000 euros y que el 39 % tiene establecido, bien en el folleto, o bien mediante comunicación por hecho relevante, la posibilidad de usar un mecanismo de *swing pricing*.
- Los resultados de las pruebas de estrés que la CNMV realiza periódicamente sobre los fondos de inversión españoles continúan revelando que este mercado es resistente a los diferentes escenarios de *shocks* de reembolsos planteados para las diferentes categorías de fondos. El ejercicio llevado a cabo con datos hasta diciembre de 2021 muestra que, en el escenario más extremo (entre 15 y 20 veces más severo que la peor semana de reembolsos de la crisis del COVID-19), el número de fondos que podrían experimentar problemas de liquidez es de 13. Todos ellos, excepto uno, pertenecen a la categoría de renta fija corporativa de alto rendimiento.
- Este monitor incluye dos recuadros que tratan dos temas de especial interés:
 - El primer recuadro repasa la repercusión de la guerra en Ucrania, así como de otros elementos de incertidumbre del contexto actual en la industria de los fondos de inversión españoles.

- El segundo recuadro describe los resultados del ejercicio de valoración de la aplicación de las recomendaciones de liquidez de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) en diferentes jurisdicciones y la propuesta de trabajo en el mismo ámbito del FSB.

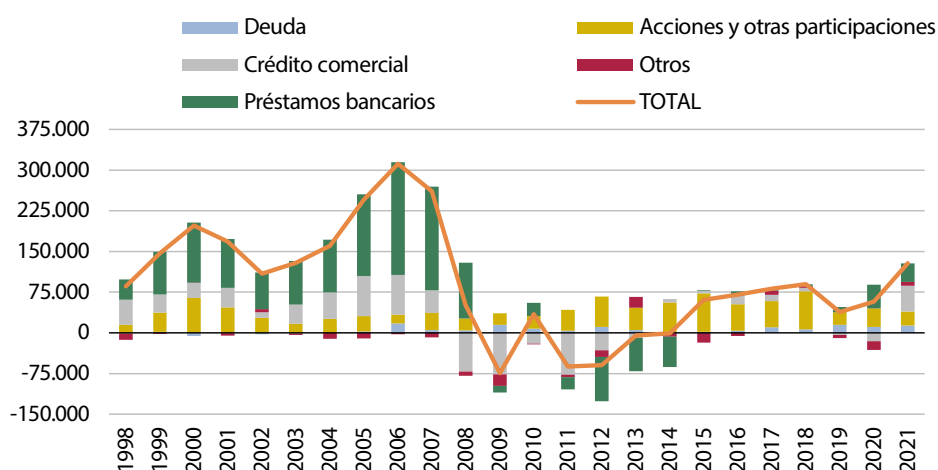
2 Desarrollo de las principales magnitudes

Esta sección presenta la evolución más reciente de los subsectores que forman parte del sector financiero español con el fin de vislumbrar el desarrollo de los diferentes canales de financiación de la economía. Entre ellos destaca, por su relevancia cuantitativa, el sector bancario; sin embargo, en los últimos años otros canales asociados a los mercados financieros han cobrado un protagonismo creciente. Un cierto equilibrio en las fuentes de financiación de una economía es deseable, pues permite reducir las oscilaciones de los ciclos económicos y, en último término, alcanzar tasas de crecimiento superiores a largo plazo.

El gráfico 1, que representa la evolución de las fuentes de financiación de las sociedades no financieras desde 1997, pone de manifiesto precisamente la relevancia de las partidas no asociadas a la deuda bancaria durante los últimos años y su carácter relativamente estable tanto en periodos de expansión como de contracción de la economía. Este patrón se observa con claridad en la partida de «Acciones y otras participaciones», en contraste con el carácter más procíclico tanto de los préstamos bancarios como de otras partidas como, por ejemplo, el crédito comercial. En 2021 el flujo neto de financiación que obtuvieron las sociedades no financieras se situó en 128.000 millones de euros, unos niveles no observados desde 2007. De este importe, la financiación a través de acciones y deuda (asimilable a la financiación vía mercados) representó un 31 % del total, los préstamos bancarios un 26 % y el crédito comercial un 37 %.

Financiación de las sociedades no financieras

GRÁFICO 1



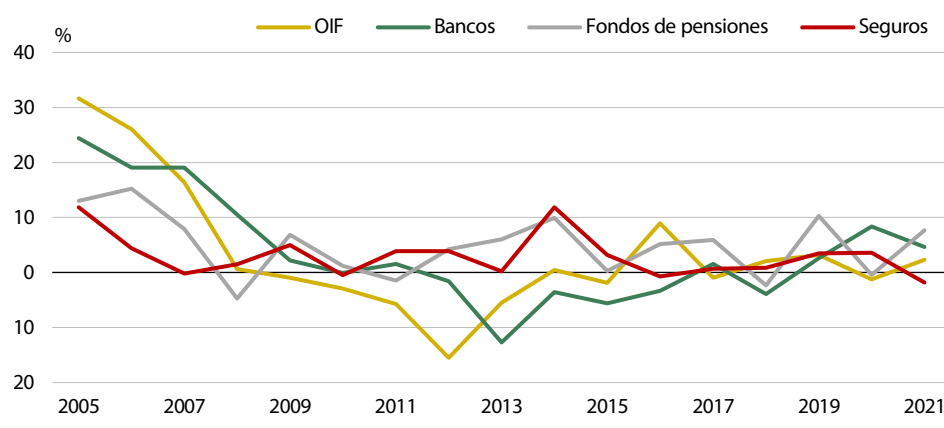
Fuente: Banco de España. Datos en millones de euros.

El tamaño del sistema financiero en España se situó en 5,49 billones de euros a finales de 2021 (4,5 veces el tamaño del PIB). Esta cifra —un 6,2 % superior a la de 2020— representa un nuevo máximo histórico de la serie e intensifica el crecimiento del sistema, que inició su última etapa expansiva en 2015. Más de la mitad del incremento del tamaño del sistema financiero entre 2020 y 2021 está relacionado con los activos del banco central (consecuencia de las operaciones de política monetaria) y un 40 %, con la expansión del sector bancario. Este último sector continuó siendo el más relevante en términos cuantitativos, al representar el 53 % del sistema financiero total.

Como se observa en el gráfico 2 y en el cuadro 1, todos los grandes subsectores que conforman el sistema financiero español experimentaron incrementos en su volumen de activos en 2021, exceptuando el de seguros, que tuvo un descenso del 1,8 %. Los mayores aumentos correspondieron a los fondos de pensiones, con un 7,7 %, y al sector bancario, con un 4,6 %. El avance del resto de las partidas fue menos intenso: los activos de las OIF crecieron un 2,3 % y los de los auxiliares financieros lo hicieron a un ritmo del 1,9 %. Como consecuencia de estas variaciones, la relevancia en el conjunto del sistema de los activos de las OIF, que son la base a partir de la cual se delimita la IFNB, fue próxima al 16 %.

Tasa de crecimiento anual de los activos del sistema financiero

GRÁFICO 2



Fuente: Banco de España.

Estructura del sistema financiero español

CUADRO 1

Millones de euros

	Banco central	Bancos	Seguros	Fondos de pensiones	Auxiliares financieros	OIF	Total
Tamaño en 2021 (millones)	1.199.672	2.898.218	323.162	161.291	35.091	875.654	5.493.088
Tamaño en 2020 (millones)	1.032.421	2.769.440	329.216	149.772	34.451	855.717	5.171.017
% del total (2021)	21,8	52,8	5,9	2,9	0,6	15,9	100
Crecimiento 2021 (%)	16,2	4,6	-1,8	7,7	1,9	2,3	6,2
Crecimiento acumulado 2002-2009	125,8	158,6	54,6	73,2	360,3	231,9	159,2
Crecimiento acumulado 2009-2021	446,6	-12,9	31,7	56,2	-41,1	-17,3	9,5

Fuente: CNMV y Banco de España.

A pesar de que no existe una delimitación clara e inequívoca de las actividades que conforman la IFNB, este informe presenta la aproximación que sigue el FSB, que parte de un agregado amplio no bancario y acaba identificando entidades según la realización de alguna función económica previamente definida¹. Otras instituciones como la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés) consideran el subsector de las OIF como medida de la IFNB².

Pues bien, el volumen de activos de este agregado financiero no bancario en España se situó en 1,4 billones de euros en 2021, un 1,9 % más que en 2020. La importancia de este conjunto de entidades, que fue superior al 30 % durante los años anteriores a la crisis financiera global, se redujo hasta el 25 % en 2012 y posteriormente volvió a incrementarse. En los tres últimos ejercicios se ha observado una nueva tendencia descendente (hasta el 25,4 % en 2021), que se explica por la fuerte expansión de los activos del banco central en el sistema³ (y no por el resto del sector bancario⁴). La relevancia del sector financiero no bancario en otras jurisdicciones es más elevada. Así, según los datos del FSB esta proporción es, de media, cercana al 50 % del sistema financiero total⁵.

Dentro del grupo de entidades no bancarias destacan las OIF tanto por su tamaño como por el hecho de que a partir de este grupo se obtiene la medida estrecha de la IFNB. Como se observa en el cuadro 2, los activos de las OIF se situaron en 875.000 millones de euros en 2021, un 2,3 % más que en 2020. Este importe representa cerca del 63 % del sector no bancario. Dentro de las OIF destacan por su volumen de activos los fondos de inversión (con más de 376.000 millones de euros), las instituciones financieras con actividad limitada (con 225.000 millones) y las titulaciones (con 164.000 millones). En términos relativos representan el 43 %, el 26 % y el 19 %, respectivamente, del total de las OIF. Como en otros años, la evolución temporal no fue homogénea entre las diferentes instituciones que conforman las OIF. Entre los avances, destacó por encima de todos el de los fondos de inversión (no monetarios), con un 17 %, seguido a mucha distancia por los establecimientos financieros de crédito (3,6 %) y los fondos y sociedades de inversión inmobiliaria REIT (2,9 %). El resto de las entidades experimentó una caída en el volumen de activos que, en términos relativos, osciló entre el 54,3 % en las sociedades de valores —debido a la baja de una entidad de gran tamaño⁶— y el 2,5 % de los fondos monetarios. En términos absolutos es destacable el retroceso de los activos de las titulaciones (20.277 millones menos).

1 Estas funciones están descritas y cuantificadas para el caso español en el cuadro 3 de este informe.

2 Véase el último informe en https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/nbfi_monitor/esrb.NBFI_Monitor.20220715~a623f2329b.en.pdf?ed03941fc3d33c62acf8f2628b9ccb98

3 Estos han pasado de representar en torno al 4-5 % del sistema entre 2002 y 2010 al 21,8 % en 2021.

4 La relevancia del sector bancario exceptuando el banco central ha descendido de forma progresiva desde el 66 % en 2002 hasta el 53 % en 2021.

5 Véase el último informe en <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P161221.pdf>

6 Credit Suisse.

Millones de euros

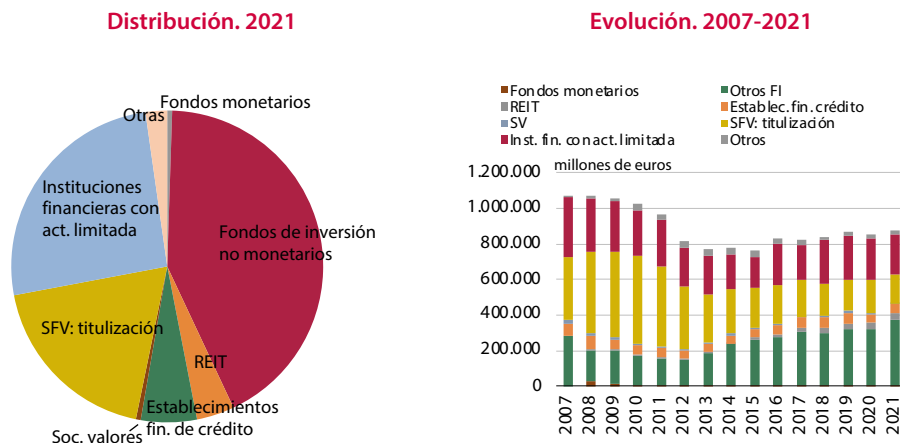
	Fondos de inversión no monetarios	Fondos de inversión monetarios	Instituc. financieras con act. limitada	SFV: titulización	Sociedades de valores	Establec. financ. de crédito	REIT	Otras	Total
Tamaño en 2021 (millones)	372.205	4.459	225.213	164.723	4.372	50.750	34.297	19.635	875.654
Tamaño en 2020 (millones)	318.145	4.572	233.509	185.000	9.562	48.994	33.334	22.601	855.717
% del total (2021)	42,5	0,5	25,7	18,8	0,5	5,8	3,9	2,2	100,0
Crecimiento 2021 (%)	17,0	-2,5	-3,6	-11,0	-54,3	3,6	2,9	-13,1	2,3
Crecim. acum. 2002-2009	33,3	-74,7	845,3	917,4	14,3	49,0	-	-	231,9
Crecim. acum. 2009-2021	99,0	-67,0	-20,7	-65,9	-66,8	-6,6	407,3	12,3	-17,3

Fuente: CNMV y Banco de España.

En el ámbito internacional, también se observa una clara preponderancia de los fondos de inversión y de las instituciones financieras con actividad limitada, con porcentajes que representan alrededor del 50 % y el 20 %, respectivamente, de los activos agregados de las OIF⁷. Por el contrario, otras entidades como las sociedades de valores son más relevantes que en España (en relación con su tamaño, con alrededor de un 10 % del total), al contrario que las titulizaciones, que apenas suponen el 4 % de este sector.

Como se observa en el panel derecho del gráfico 3, en 2021 se mantuvieron dos de las tendencias más importantes que se vienen observando en las OIF durante los últimos años. Por una parte, continuó la senda expansiva de los activos de estas instituciones, que comenzó con más intensidad en 2016, si bien el volumen de los activos todavía no ha recuperado los valores máximos registrados durante la crisis financiera global (más de 1 billón de euros). Por otra parte, también continuó la recomposición entre los diferentes tipos de instituciones, marcada por el aumento de la relevancia de los fondos de inversión, que ya representa el 43 % del subsector (17 % en 2010), en detrimento de las titulizaciones (19 % del total frente al 47 % en 2010) y, en menor medida, de las instituciones financieras con actividad limitada.

7 En el caso de los fondos de inversión, cabe destacar que en España el peso de los fondos monetarios y las IIC de inversión libre (*hedge funds*) es mucho menor que en el resto de las jurisdicciones (en términos medios), ya que representan el 0,5 % y el 0,4 % de las OIF, respectivamente, mientras que en el ámbito internacional estos valores ascienden al 6,6 % y 4,5 %.



Fuente: CNMV y Banco de España.

Las entidades de las OIF que se consideran parte de la IFNB en sentido estricto por desarrollar determinadas funciones económicas definidas por el FSB (y que se describen en el epígrafe siguiente) son los fondos de inversión (aunque no todos⁸), los vehículos de propósito especial (SFV, por sus siglas en inglés) para la titulización, las sociedades de valores y los establecimientos financieros de crédito. Por el contrario, las entidades de las OIF que no pertenecen a la medida estrecha de la IFNB son las instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero, los REIT⁹, las cámaras de contrapartida central (CCP por sus siglas en inglés) y las entidades de capital riesgo. Del volumen total de activos de las OIF (875.000 millones), 356.000 millones corresponden a entidades que no forman parte de la IFNB. Del importe restante es necesario descontar más de 191.000 millones por consolidación en bancos para alcanzar la medida estrecha de la IFNB (que en 2021 se situó en 328.000 millones de euros, véase gráfico 8).

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

El objetivo principal de este epígrafe es ofrecer una visión general del grado de implicación de los intermediarios financieros no bancarios en la intermediación crediticia y en la concesión de préstamos dentro del sistema financiero. A su vez, se analiza el uso que hacen estas entidades de la financiación mayorista y, especialmente, de la adquisición temporal de activos, más conocidos como *repos*.

En 2021, la intermediación crediticia del sistema financiero en su totalidad se incrementó un 2,2 %, hasta alcanzar los 3,6 billones de euros. Este crecimiento tuvo su origen en el sector bancario, que, con diferencia, es el subsector que posee un mayor volumen de activos crediticios, alcanzando casi los 2,5 billones de euros durante el año pasado (+5,4 % en 1 año). Por el contrario, en el caso de las OIF, los activos crediticios se redujeron a lo largo de 2021 un 4,2 %, hasta situarse al cierre del ejercicio en 450.000 millones de euros, un 51,4 % de sus activos financieros totales. Dentro de las

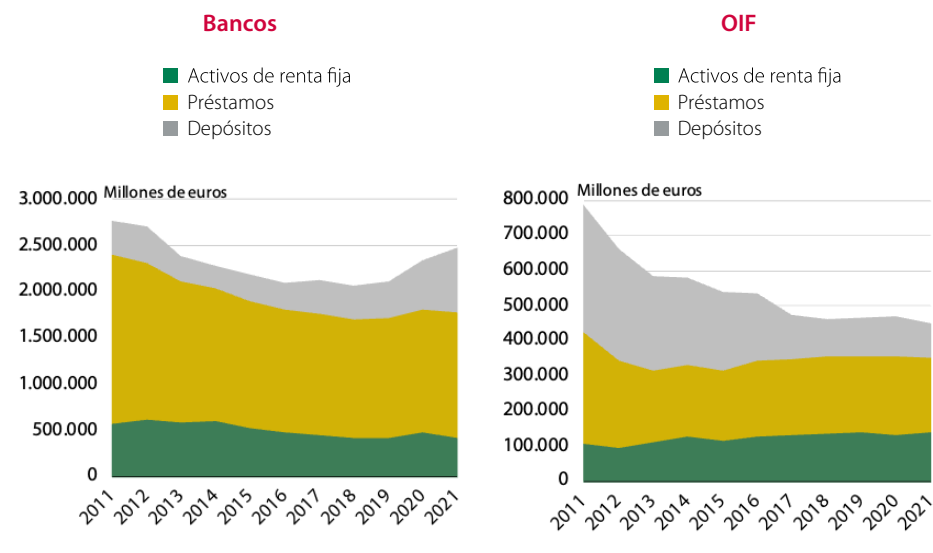
8 No forman parte de la medida estrecha de la IFNB los fondos de renta variable.

9 Real Estate Investment Trusts.

OIF, las entidades más importantes en términos de intermediación crediticia son, con cifras similares, los vehículos de titulización y los fondos de inversión, con, aproximadamente, un 36,5 % del total a finales de 2021 en ambos casos. No obstante, la composición es muy distinta entre los dos tipos de vehículos: mientras que en los fondos de inversión casi la totalidad corresponde a activos de renta fija, en la titulización los activos crediticios se corresponden con los préstamos titulizados por estas entidades.

Evolución de la intermediación crediticia

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV y Banco de España.

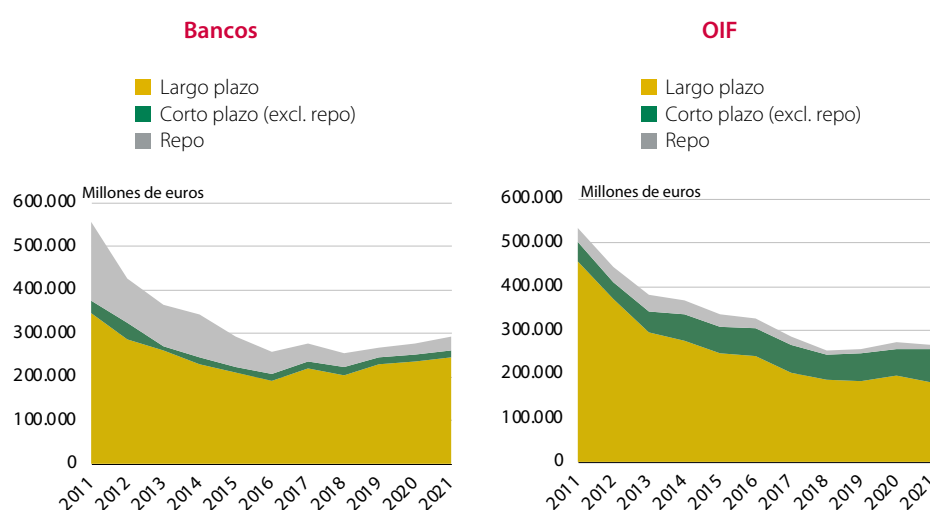
Como puede observarse en el gráfico 4, hasta 2019 los activos crediticios, tanto de las OIF como de los bancos, siguieron una clara tendencia descendente que, en el caso de los bancos, se interrumpió en 2020; no así para las OIF. De este modo, desde 2010, los activos crediticios de las OIF han disminuido, en términos acumulados, un 46,4 %, como consecuencia de la fuerte contracción de los vehículos de titulización desde la crisis financiera. Dado que prácticamente la totalidad de activos financieros de estos vehículos está conformada por préstamos, han sido estos los que más han descendido en los últimos años. Por el contrario, los activos de renta fija de las OIF han crecido desde 2010 un 24,7 %, por la mayor relevancia de los fondos de inversión.

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

Las OIF españolas han ido disminuyendo su dependencia de la financiación mayorista desde 2009 (con un leve repunte en 2019 y 2020), hasta situarse a finales de 2021 en más de 258.000 millones de euros, un 30,6 % del total de activos financieros de estas entidades (32,0 % en 2020), porcentaje que, como cabría esperar, es superior al de los bancos, que ronda el 10 %. Dentro de este tipo de obligaciones, la financiación a largo plazo es la fuente predominante para las OIF, con un porcentaje del 68,4 % del total de la financiación mayorista en 2021, aunque esta cifra ha disminuido progresivamente en los últimos años (véase panel derecho del gráfico 5). En el caso de las entidades bancarias, este porcentaje se situaba al cierre de 2021 en el 85,1 %.

Evolución de la financiación mayorista

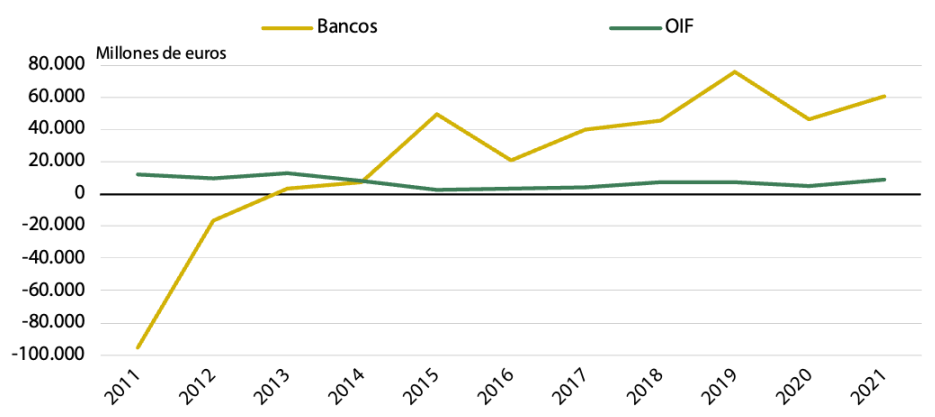
GRÁFICO 5



Fuente: CNMV y Banco de España.

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, la financiación mediante *repos* ha sido reducida, sin superar en ningún caso el 9 % del total de la financiación mayorista, habiéndose alcanzado el máximo en 2013 con 36.500 millones de euros (véase panel derecho del gráfico 5). En 2021, después de haber disminuido año tras año —con la excepción de 2020—, la financiación mediante *repos* superaba ligeramente los 9.000 millones de euros, tan solo un 3,5 % de la financiación mayorista. En el caso de los bancos este tipo de financiación se situaba en el último año en el 11,2 %, con poco más de 33.000 millones de euros, tras haberse incrementado en 11.000 millones desde 2019.

El análisis de la financiación vía *repos* en términos netos, es decir, 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, muestra que los bancos han sido proveedores netos de liquidez para la economía desde 2013 (véase gráfico 6), con una cifra de 60.500 millones de euros en el último ejercicio. Las OIF, por su parte, son también entidades proveedoras netas de liquidez, aunque con valores mucho más reducidos, situándose al cierre de 2021 en casi 9.000 millones de euros (menos de 5.000 millones en 2020).



Fuente: Banco de España.

2.2 Interconexión entre las entidades bancarias y las OIF

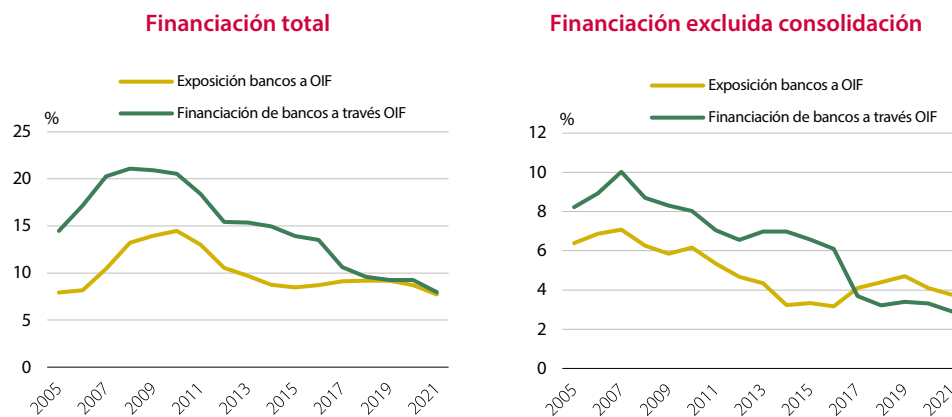
Desde un punto de vista de estabilidad financiera, además del tamaño de los diferentes subsectores financieros, es importante conocer las interrelaciones existentes entre ellos, especialmente en periodos de estrés, ya que son canales propicios para el contagio de riesgos. En este informe se analiza la interconexión directa entre los sectores financieros relevantes para el estudio realizado a través de las posiciones bilaterales existentes entre ellos, es decir, se ha calculado la interconexión entre los bancos y las OIF en función de los derechos y las obligaciones que tienen los bancos sobre las OIF, todo ello en relación con los activos totales de los bancos (véase gráfico 7¹⁰).

A finales de 2021, como puede observarse en el panel izquierdo del gráfico 7, los derechos de los bancos en relación con las OIF («Exposición bancos a OIF») ascendían al 7,7 % del activo bancario¹¹ (alrededor de 220.000 millones de euros), cifra que ha disminuido con fuerza desde 2010, cuando llegaron a superarse los 467.000 millones de euros, un 14,5 % de los activos totales. En el lado opuesto, los datos referentes a las obligaciones bancarias con las OIF («Financiación de bancos a través de OIF») muestran que en 2021 estas suponían un 8,0 % del activo de los bancos, tras un descenso en tan solo 1 año de un 1,3 % y más de 13 puntos porcentuales desde 2008. En términos absolutos, esta disminución fue de casi 15.000 millones de euros, hasta 227.000 millones. Si se eliminan del análisis los derechos u obligaciones de las OIF que consolidan dentro de los propios grupos bancarios¹², los porcentajes mencionados se reducen, en el caso de los derechos bancarios, hasta el 3,8 % del activo de los bancos (4,1 % en 2020), y hasta el 2,9 % en el de las obligaciones bancarias con las OIF (3,3 % un año antes).

10 También se producen conexiones de forma indirecta entre los sectores financieros, que se dan cuando dos entidades poseen activos de la misma entidad o el precio de sus acciones o valores de deuda tiene, por distintas razones, un comportamiento muy similar.

11 Esta misma cifra suponía un 25,2 % del activo de las OIF.

12 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.



Fuente: CNMV y Banco de España.

La interconexión de las OIF con el resto de los subsectores del sistema financiero es muy inferior a la que existe con los bancos, siendo la relación con otras entidades pertenecientes al mismo grupo la más significativa, seguida de la relación con las compañías de seguros. Así, los derechos de las entidades pertenecientes al subsector de las OIF respecto a otras del mismo subsector ascendían a finales de 2021 a algo más de 35.000 millones de euros, mientras que los derechos con las compañías de seguros eran de poco más de 14.000 millones y las obligaciones con estas, de 22.000 millones. Desde la perspectiva bancaria, también la mayor interconexión se produce con las OIF¹³, seguida de la relación con otras entidades bancarias, que ascendía a finales de 2021 a poco más de 122.000 millones de euros.

También es importante analizar, en el ámbito de la estabilidad financiera, la interconexión que existe entre los distintos subsectores financieros y los sectores no financieros para conocer los efectos que podría tener un periodo de dificultades financieras para la economía real. En este contexto, los bancos son, como cabría esperar, los que muestran una mayor interconexión con los agentes no financieros de la economía española¹⁴, siendo la relación con los hogares la más importante, tanto en una dirección como en otra: las obligaciones bancarias con este sector suponían al cierre de 2021 algo más de 1 billón de euros, mientras que los derechos bancarios ascendían a 667.000 millones¹⁵.

13 No se tiene en cuenta la relación con el banco central, cuya interconexión con los bancos comerciales asciende, tanto en una dirección como en otra, a más de 300.000 millones de euros.

14 Los agentes no financieros están compuestos por los hogares, las Administraciones públicas (AA. PP.) y las empresas no financieras.

15 Las obligaciones bancarias con las AA. PP. y las empresas financieras ascendían a 116.000 y 354.000 millones de euros, respectivamente, y los derechos de los bancos con estos mismos sectores eran de 290.000 y 526.000 millones de euros.

3 Intermediación financiera no bancaria

Para identificar y evaluar los riesgos asociados a la IFNB se emplea el criterio que el FSB desarrolló en 2013 basado en cinco funciones económicas¹⁶, según se ha explicado anteriormente. El cuadro 3 muestra un resumen de estas cinco funciones, las entidades del sistema financiero español que pertenecen a cada una de ellas¹⁷ y el volumen de sus activos en 2021. De los datos del cuadro se deduce que en 2021 se mantuvo una tendencia que se observa desde hace varios años y que se manifiesta en el aumento de los activos que pertenecen a la función económica 1 (gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos), que concentran más del 57 % del total, y el descenso de los activos de la función económica 5 (intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras), cuya relevancia disminuyó hasta el 32 %. Los activos del resto de las funciones muestran una importancia relativa mucho menor y solo destacan los de la función económica 2 (concesión de préstamos dependientes de la financiación a corto plazo), que representan casi un 10 %.

Clasificación de la IFNB según funciones económicas

CUADRO 3

Funciones económicas	Definición	Entidades pertenecientes	Tamaño en millones de euros (% en total IFNB), % var. 2020
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	298.074 (57,4% %) 12,3 %
EF2	Concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo	Establecimientos financieros de crédito	50.750 (9,8 %) 3,6 %
EF3	Intermediación en actividades del mercado dependiente de financiación a corto plazo o financiación garantizada	Sociedades de valores	4.372 (0,8 %) -54,3 %
EF4	Entidades que realizan una actividad de <i>facilitación</i> a la creación de crédito	Sociedades de garantía recíproca	1.399 (0,3 %) 18,8 %
EF5	Intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras	Vehículos de propósito especial (SFV) cuyo objeto es la titulización de activos	164.723 (31,7 %) -11,0 %

Fuente: CNMV y Banco de España.

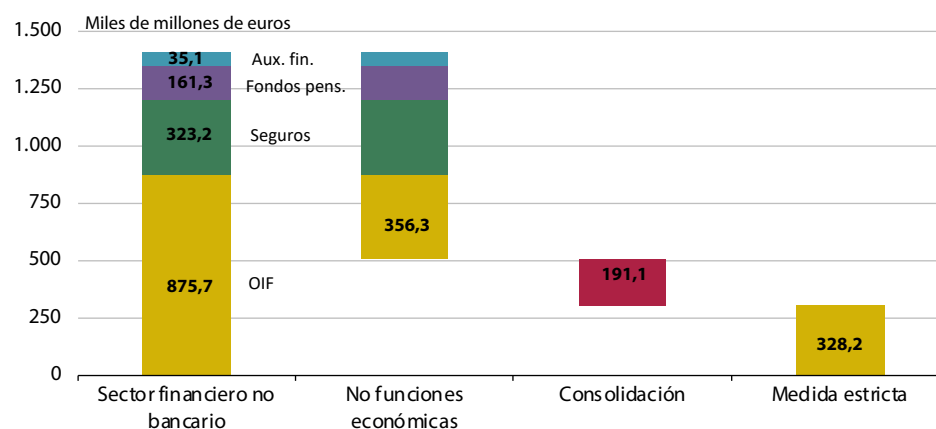
¹ Según el criterio establecido por el FSB, solamente los fondos mixtos con un porcentaje de renta variable inferior al 80 % de la cartera total se incluyen en la EF1. En España, según la legislación vigente, la exposición a la renta variable de los fondos mixtos no puede superar el 75 % de la cartera,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

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

17 Para un mayor detalle, véase el primer artículo de esta serie: Ispuerto, A. (2019). «Intermediación financiera no bancaria en España». *Boletín de la CNMV*. Trimestre I, pp. 79-122. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_I_2019.pdf

La obtención de la cifra del volumen de activos incluidos en la IFNB se inicia a partir del sector financiero no bancario y se detraen aquellas entidades cuya actividad no puede encuadrarse en ninguna de las cinco funciones económicas descritas en el cuadro anterior. Se excluyen los fondos de pensiones, las entidades de seguros y los auxiliares financieros, así como las entidades de las OIF que tampoco realizan ninguna función económica¹⁸. Además, se incorporan algunas entidades que no forman parte de las OIF y sí de la IFNB. Estas entidades, que en nuestro caso se corresponderían con las sociedades de garantía recíproca (función económica 4), tienen una relevancia muy pequeña en España. Finalmente, se excluyen las entidades que, a pesar de pertenecer a una de las funciones económicas descritas, consolidan en grupos bancarios¹⁹. Este proceso, que se representa en el gráfico 8, conduce a un importe de la medida estrecha de la IFNB en España de 328.000 millones de euros en 2021, un 8,1 % más que en 2020.

Del sector financiero no bancario a la medida estrecha de la IFNB. 2021 GRÁFICO 8

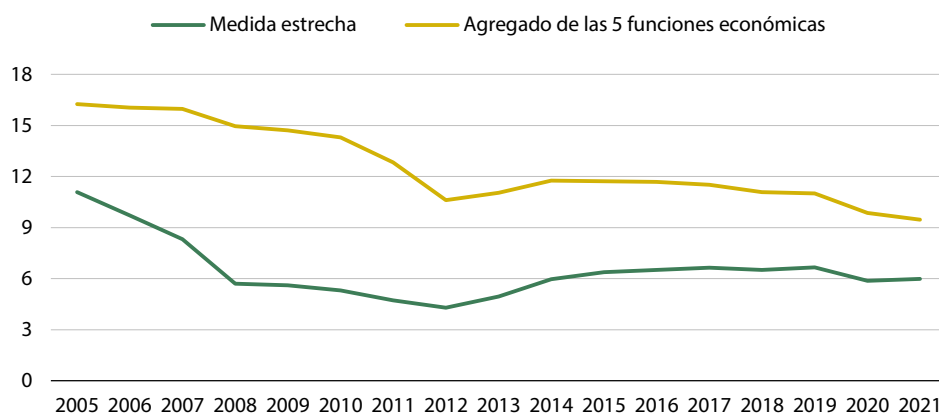


Fuente: CNMV y Banco de España.

Los activos de la IFNB muestran una importancia relativa reducida dentro del sistema financiero español durante los últimos años. En el caso de los activos de las 5 funciones económicas, su relevancia, que se había mantenido entre el 10 % y el 12 % del sistema financiero desde 2012, presenta 2 años de descensos. En 2021 era del 9,5 %. La medida estrecha de la IFNB, por su parte, oscila alrededor del 6 % del sistema desde 2014. El tamaño de la IFNB en España continúa siendo reducido en relación con los valores observados en otros países de nuestro entorno: la medida estrecha en los países analizados por el FSB se sitúa, en términos agregados, alrededor del 14 % del sistema financiero total.

18 Como se comentó en el epígrafe anterior, las OIF que no forman parte de la IFNB son las instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero, los fondos de inversión de renta variable, los REIT, las CCP y las entidades de capital riesgo.

19 La consolidación bancaria viene dada fundamentalmente por dos motivos: i) la entidad en cuestión está controlada por un banco o ii) 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 los riesgos y beneficios asociados a ellos no se han transferido sustancialmente a terceras partes.



Fuente: CNMV y Banco de España.

En el cuadro 4 se presentan los activos de las entidades que forman parte de la IFNB para cada una de las funciones económicas en 2020 y 2021 y su expansión desde 2002. Como se ha indicado previamente, las funciones más relevantes por su tamaño en España son la función económica 1 (EF1), que contiene determinadas clases de fondos de inversión, y la función económica 5 (EF5), que incluye los vehículos para la titulación. Los activos al cierre de 2021 de estos 2 conjuntos de entidades se situaban en 298.000 y 164.000 millones de euros respectivamente, lo que supone el 57 % y el 32 % del total. La evolución de los activos de la EF1 viene siendo expansiva desde hace varios ejercicios (12,3 % en 2021) con alguna excepción asociada, por ejemplo, a la crisis del COVID-19. En cambio, la evolución de los activos de la EF5 (vehículos de titulación) ha sido en términos generales descendente (-11 % en 2021), excepto en momentos en los que estos activos han sido más atractivos para obtener financiación del Eurosistema por parte de las entidades financieras. La EF2, que agrupa a los establecimientos financieros de crédito, es la tercera función más relevante (9,8 %). Sus activos crecieron un 3,6 % en 2021. Del resto de las funciones económicas únicamente cabe mencionar el fuerte descenso de los activos de la EF3 (sociedades de valores), asociado a la baja de una entidad de gran tamaño.

Estructura de la intermediación financiera no bancaria

CUADRO 4

Millones de euros

	EF1	EF2	EF3	EF4	EF5	Agregado de las cinco funciones	Interm. fin. no bancaria (estrecha)
Tamaño en 2021 (millones)	298.074	50.750	4.372	1.399	164.723	519.318	328.178
Tamaño en 2020 (millones)	265.405	48.944	9.562	1.177	185.000	510.138	303.686
% del total (2021)	57,4	9,8	0,8	0,3	31,7		
Crecimiento 2021 (%)	12,3	3,6	-54,3	18,8	-11,0	1,8	8,1
Crecimiento acumulado 2002-2009	-4,1	49,0	14,3	217,8	917,4	154,8	23,3
Crecimiento acumulado 2009-2021	60,4	-6,6	-66,8	32,7	-65,9	-29,6	16,7

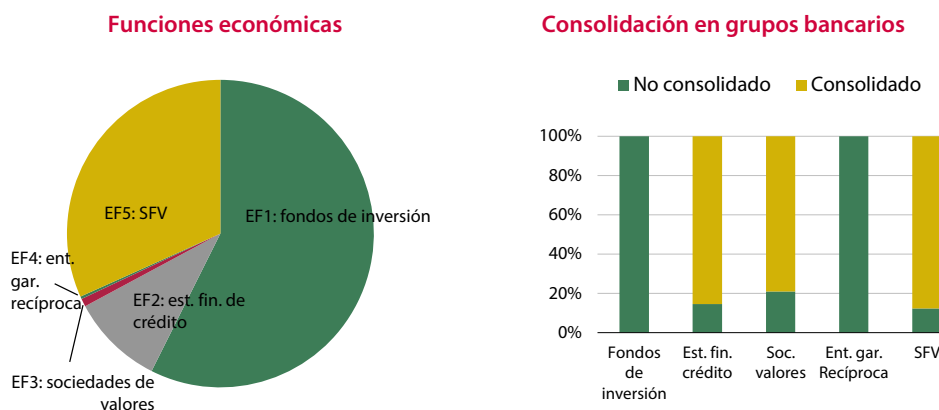
Fuente: CNMV y Banco de España.

El último paso para determinar la medida estrecha de la IFNB consiste en descontar los activos de las entidades que forman parte de alguna de las cinco funciones económicas que consolidan en bancos. Como se observa en el panel derecho del gráfico 10,

esta consolidación afecta, sobre todo, a las titulizaciones, a los establecimientos financieros de crédito y a las sociedades de valores, con porcentajes de consolidación que oscilan entre el 80 % y el 90 % de su activo. En cambio, no afecta ni al patrimonio de los fondos de inversión ni a las entidades de garantía recíproca. Como consecuencia de estas importantes diferencias, la relevancia de la EF1 (fondos de inversión) en la IFNB tras el proceso de consolidación se eleva hasta el 91 % (no sufre ningún descuento en sus activos) mientras que la de la EF5 (titulización) desciende hasta el 6,2 %. Las 3 funciones restantes representan solo el 3 % de la medida estrecha de la IFNB.

Distribución de la intermediación financiera no bancaria. 2021

GRÁFICO 10



Fuente: CNMV y Banco de España.

3.1 Evaluación de los riesgos de la intermediación financiera no bancaria

El objetivo final de la definición y delimitación de las entidades que conforman la medida estrecha de la IFNB es la identificación y el seguimiento de los riesgos potenciales que estas pueden suponer para la estabilidad financiera. En este epígrafe se plantea una aproximación sobre la valoración del riesgo de crédito, la transformación de vencimientos, el riesgo de liquidez y el apalancamiento en el ámbito de los fondos de inversión, de los establecimientos financieros de crédito, de las sociedades de valores y de los SFV²⁰.

Como se puede observar en el cuadro 5²¹, que recoge una representación de la intensidad de los riesgos analizados, el mayor grado de involucración de las entidades de la IFNB en los diferentes riesgos de carácter financiero se produce en el riesgo de crédito y en el de liquidez. La intensidad de una gran parte de estos riesgos está relacionada con la propia naturaleza de las entidades, por lo que se producen pocos cambios a lo largo del tiempo. Así, por ejemplo, en el caso del riesgo de crédito²² es natural que aparezca como elevado, puesto que muchas de las entidades de la IFNB se dedican a

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

21 Véase el artículo de Isperto (2019), op. cit., para un mayor detalle de los umbrales definidos para cada riesgo y tipo de entidad.

22 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, los préstamos concedidos y los valores de renta fija, tanto nacionales como extranjeros.

invertir una proporción mayoritaria de su cartera en activos de deuda (p. ej., muchos fondos de inversión) o en créditos (EFC o SFV). No obstante, siempre es interesante observar el patrón temporal de los indicadores, que es informativo.

El análisis de los indicadores de riesgo de los fondos de inversión, que es el más extenso del informe debido a la relevancia de estas instituciones, no apunta a ningún cambio sustancial entre 2020 y 2021. En el ámbito del riesgo de crédito, se ha observado una cierta mejora de los indicadores propuestos en la categoría de fondos mixtos, que, además, se ha complementado con una estimación de la relevancia de los activos de alta calidad crediticia en las carteras (*investment grade*). Esta proporción es muy alta, superior al 86 % de media en los fondos de la IFNB, si bien la relevancia de los activos peores dentro de este grupo (BBB) es notable. Asimismo, el análisis de la cartera de renta fija se ha extendido a la valoración de la sensibilidad de dicha cartera ante incrementos en los tipos de interés (duración modificada). Las estimaciones apuntan a sensibilidades medias relativamente pequeñas (entre 2,5 y 3,1 según la categoría de los fondos) y menores que las de los fondos europeos (próxima a 4). En el ámbito de la liquidez, se han valorado en esta edición del monitor las condiciones de liquidez de la cartera de las inversiones de los fondos en otras IIC para delimitar de forma más precisa la proporción de la cartera total que puede considerarse de menor liquidez. El resultado de este ejercicio revela que las condiciones de liquidez de la cartera de los fondos son satisfactorias (con porcentajes medios de activos líquidos de entre el 44 % y el 48 % de los activos totales según la categoría de fondos). El nivel de apalancamiento de los fondos se ha incrementado ligeramente respecto a las cifras de 2020, pero continúa siendo muy bajo.

Grado de involucración de la IFNB en los riesgos financieros. 2021

CUADRO 5

	Fondos de inversión			Establecimientos financieros de crédito	Sociedades de valores	SFV: titulización
	Monetarios	Renta fija	Mixtos			
Riesgo de crédito	●	●	○	●	●	●
Transformación de vencimientos	○	●	○	○	○	●
Liquidez de los activos ¹	●	●	●	●	●	●
Apalancamiento ²	○	○	○	●	●	●
Interconectividad con el sistema bancario	○	○	○	○	○	●
Importancia relativa ^{3,4} (%)	0,9	16,6	33,6	9,8	0,8	31,7

Fuente: CNMV. Para un mayor detalle de los umbrales definidos para cada riesgo y tipo de entidad, véase el artículo Ispuerto, A. (2019). «Intermediación financiera no bancaria en España». *Boletín de la CNMV*. Trimestre I, pp. 79-122.

¹ En el caso de los fondos de inversión, los colores asignados a este riesgo están definidos sobre la medida de liquidez que se basa exclusivamente en el tipo de activo de la cartera. Desde este número del monitor, esta valoración incluye los activos en cartera de las inversiones de las IIC en otras IIC.

² En el caso de los fondos de inversión, la valoración del riesgo de apalancamiento se hace sobre la medida de apalancamiento indirecto, basado en la posición en derivados.

³ Los pesos de cada una de las entidades presentadas en este cuadro no suman el 100 %, ya que no están representadas las sociedades de garantía recíproca ni algunas tipologías de fondos que pertenecen también a la IFNB.

⁴ Estos porcentajes están calculados según el tamaño total del sector, sin descontar las entidades que consolidan en grupos bancarios.

3.1.1 Función económica 1

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 los fondos monetarios, los fondos de renta fija, los fondos mixtos²³, los fondos de inversión libre (*hedge funds*²⁴) y las sociedades de inversión de capital variable (SICAV).

Como ya se ha descrito al inicio de esta sección, los fondos de inversión pertenecientes a la EF1 representaban en España el 90,8 % del total de la medida estrecha de la IFNB a finales de 2021, por lo que continúa la tendencia al alza observada desde 2010, cuando esta proporción rondaba el 60 %. Como se puede apreciar en el panel derecho del gráfico 11, el patrimonio de estos fondos experimentó un avance importante en 2021, del 12,3 %, tras un 2020 en el que se produjo un estancamiento (-0,7 %) por los efectos de la crisis del COVID-19. Así, en 2021 se produjeron aumentos destacables de las suscripciones netas por parte de los inversores, que ya habían comenzado a finales de 2020, y una revalorización de la cartera conjunta de estas instituciones²⁵.

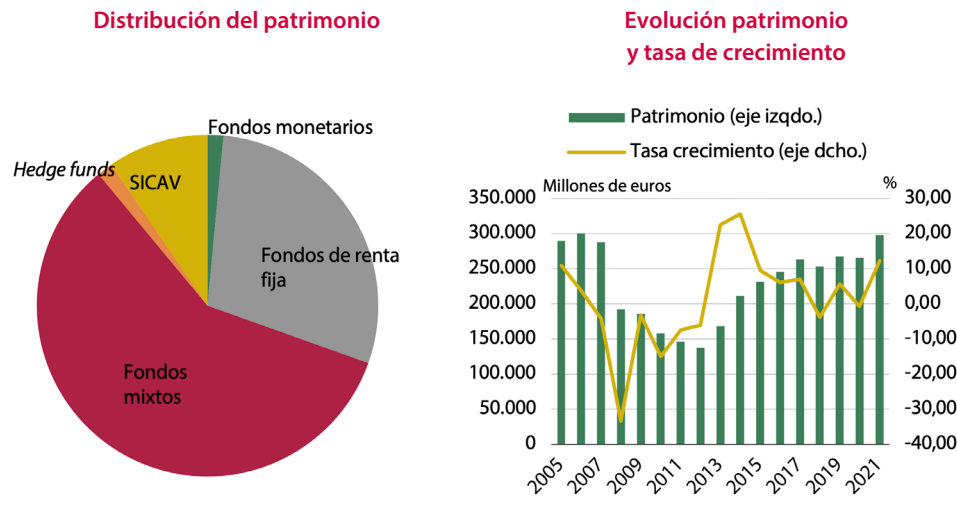
La importancia relativa de los distintos vehículos incluidos en la EF1 muestra pocos cambios respecto a ejercicios anteriores: tal y como se puede observar en el panel izquierdo del gráfico 11, los fondos mixtos españoles representaban más de la mitad de los activos de esta función (58,6 %²⁶), seguidos de los fondos de renta fija (29,0 %) y las SICAV (9,6 %). El peso de los fondos monetarios y de los fondos de inversión libre siguió siendo muy reducido, del 1,5 % en ambos casos.

23 Véase nota al pie 1 del cuadro 3.

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

25 No obstante, en los fondos monetarios y de renta fija, la cartera se depreció ligeramente a lo largo de 2021.

26 Dentro de los fondos mixtos se engloban distintas categorías de fondos, entre los que destacan, tras algunos cambios en relación con 2020, los fondos globales (38,8 %) y los fondos de renta fija mixta (29,2 %).

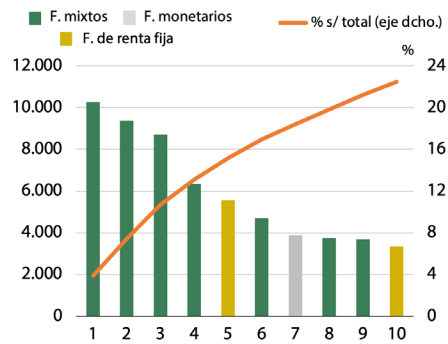


Fuente: CNMV.

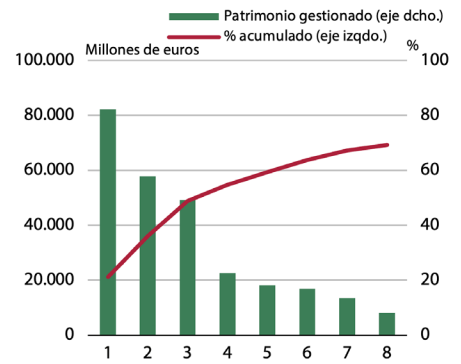
En España, a finales de 2021 había un total de 3.577 vehículos de inversión activos pertenecientes a la EF1 (196 menos que en 2020). De ellos, 1.208 correspondían a fondos de inversión, 2.281 a SICAV y 88 a *hedge funds*. Las características esenciales de las instituciones pertenecientes a esta función económica continúan siendo similares a las de los informes anteriores, con algunos matices. Por una parte, los vehículos de inversión con un mayor tamaño son los fondos de inversión: 64 fondos de inversión gestionaban a finales de 2021 un patrimonio superior a 1.000 millones de euros (47 en 2020), una cifra que no superaba ninguna SICAV ni ningún *hedge fund*. Por otro lado, el grado de concentración de estas instituciones es muy elevado y, además, ha mostrado un cierto aumento en los últimos años. Como se observa en el panel izquierdo del gráfico 12, los 4 mayores vehículos concentraban el 13,1 % del patrimonio total de estos y los 10 fondos de mayor tamaño suponían el 22,5 % del patrimonio, valores muy similares a los de 2020. También continuó siendo muy elevado el grado de concentración en el ámbito de las gestoras de IIC, que, además en este caso, aumentó considerablemente: las 3 mayores entidades gestionaban el 48,8 % del patrimonio total (43,5 % en 2020) y las 7 mayores prácticamente el 70 %, 6 de ellas pertenecientes a grupos bancarios²⁷ (véase panel derecho del gráfico 12).

27 La sociedad gestora de menor tamaño de las siete pertenece a una compañía de seguros.

Mayores vehículos de inversión
 (patrimonio gestionado)



Mayores sociedades gestoras de IIC
 (patrimonio gestionado)



Fuente: CNMV.

Este recuadro repasa la repercusión del inicio de la guerra en Ucrania en la industria de los fondos de inversión españoles en un ejercicio en el que también han emergido otros factores determinantes de las decisiones de inversión y financiación de los agentes, como son el repunte de la inflación y de los tipos de interés. Para ello se describe la exposición de los fondos a los activos afectados por la guerra, así como la evolución de los flujos de inversión en las diferentes vocaciones de fondos, su rendimiento, sus condiciones de liquidez y su cartera.

Las actuaciones de supervisión de la CNMV que se derivan de la invasión rusa de Ucrania y la guerra subsiguiente, que continúa en el momento de publicación de este informe, han girado en torno a tres ámbitos: i) el análisis de las instituciones de inversión colectiva (IIC) con posiciones en activos directamente expuestos a los países directamente involucrados en el conflicto, ii) el seguimiento de los fondos de inversión con reembolsos importantes y iii) los flujos de inversión y variación de precio de aquellas IIC con exposiciones superiores al 5 % en activos con menores niveles de liquidez. En ninguna de estas parcelas, en las que la comunicación con las gestoras potencialmente más afectadas fue permanente, se observaron problemas de relevancia.

El análisis de la exposición de las IIC españolas a Rusia y Ucrania permitió concluir que esta era muy reducida: a finales de 2021 dicha exposición se estimaba en un importe cercano a 350 millones de euros (apenas el 0,10 % del patrimonio de las IIC), de los cuales 183 millones eran activos de renta fija (solo 6,3 millones correspondían a activos de deuda pública rusa). Durante las primeras semanas de la guerra se observó que esta exposición caía a menos de la mitad (hasta una cifra cercana a los 116 millones de euros), como consecuencia de las ventas de activos y de las caídas en las valoraciones.

También se valoró la exposición a activos de renta variable y fondos extranjeros suspendidos. En el ámbito de las IIC españolas, únicamente se identificaron 11 entidades con exposiciones superiores al 1 %, sin incidencias relevantes en relación con la valoración de los activos. Un total de 5 instituciones activaron el mecanismo de reembolsos parciales. En ellas, la exposición a los valores suspendidos oscilaba entre un mínimo del 4,2 % y un máximo del 16,3 %. En el ámbito de las IIC extranjeras comercializadas en España, se identificaron un total de 21 instituciones que comunicaron la suspensión de negociación de alguno de sus compartimentos. El volumen de inversión de estas IIC era de 88 millones de euros (y 3.052 partícipes). Por la parte no afectada por las suspensiones, todas las instituciones continuaron atendiendo los reembolsos con normalidad.

En el ámbito de la renta fija la valoración de las condiciones de liquidez de la cartera de los fondos siguió siendo prioritaria. En 2022 no se han observado dificultades de liquidez similares a las registradas en marzo de 2020, dado que los precios a los que se han ejecutado las operaciones de compraventa de los fondos han estado en línea con las cotizaciones observadas en el mercado.

El gráfico R1.1 muestra la evolución desde el segundo trimestre de 2021 del patrimonio de los fondos de inversión divididos en diez categorías y desglosando la variación del patrimonio entre los flujos de inversión (o desinversión), deno-

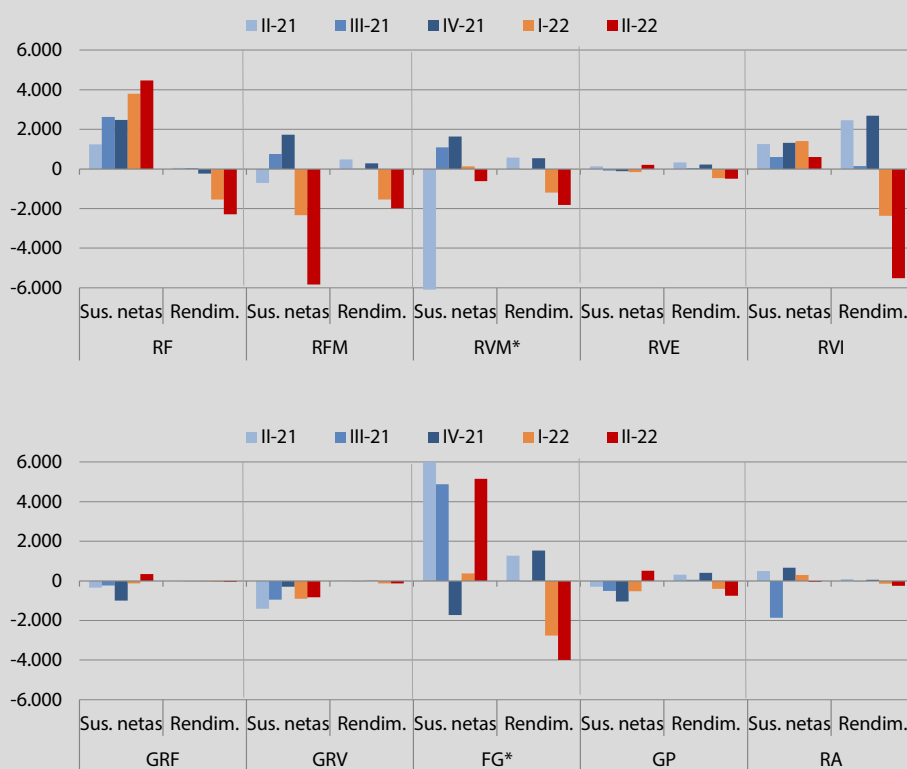
minado «Suscripciones netas» en los paneles del gráfico, y los rendimientos de la cartera. En el primer semestre del año se ha producido un volumen de inversión en los fondos cercano a 5.900 millones de euros y un descenso en el valor de los activos de la cartera próximo a 27.900 millones, que se ha debido a la caída generalizada del precio de la mayor parte de activos financieros en este semestre. Las pérdidas de valor han sido más abultadas en los fondos de renta variable internacional y en los fondos globales, aunque, como se observa en el gráfico, todas las categorías experimentaron pérdidas en los dos trimestres del año. En el primero de ellos el rendimiento agregado de los fondos de inversión fue del -3,1 % y en el segundo trimestre, del -5,4 %.

En el caso de los flujos de inversión se identifican comportamientos mucho más diferenciados entre categorías, que responden, en su mayor parte, al contexto cambiante de tipos de interés y a las expectativas sobre la actividad económica, todo ello en un entorno de alta incertidumbre. Así, se observan fuertes suscripciones netas en la categoría de renta fija¹ (más de 8.200 millones entre enero y junio) y en fondos globales (más de 5.500 millones). Dentro de las categorías de renta fija se ha observado una preferencia importante por fondos denominados *buy&hold* y también por fondos de duraciones inferiores a 1 año. En cambio, se han registrado desinversiones sustanciales en la categoría de renta fija mixta (superiores a 8.100 millones) y, en menor medida, en fondos garantizados de renta variable (1.700 millones). En el resto de las categorías se observan, en general, entradas de fondos en el semestre, pero de importes mucho más pequeños.

Como consecuencia de estas variaciones en el patrimonio, los activos de renta fija han aumentado su relevancia en el patrimonio total de los fondos desde el 37,5 % en diciembre de 2021 hasta el 42,4 % en junio, en detrimento de la relevancia de las inversiones en otras IIC (que se ha reducido desde el 34,1 % hasta el 32,2 %) y en los activos más líquidos —depósitos y tesorería— (del 11,3 % al 9 %).

Variación de patrimonio con desglose de flujos de inversión y rendimiento (por categoría de fondos)

GRÁFICO R1.1



Fuente: CNMV. CNMV. RF: renta fija, RFM: renta fija mixta, RVM: renta variable mixta, RVE: renta variable euro, RVI: renta variable internacional, GRF: garantizado renta fija, GRV: garantizado renta variable, FG: fondos globales, GP: gestión pasiva, RA: retorno absoluto.

¹ Los datos de suscripciones netas de RVM y FG de II-21, que no se reflejan por completo en el gráfico para no perjudicar la representación de los demás importes, son muy elevados y responden en gran medida a fusiones entre fondos.

En conclusión, la repercusión de la guerra entre Rusia y Ucrania, así como de otros elementos de incertidumbre del contexto económico y financiero actual, han dado lugar a caídas importantes en el valor de la cartera de las IIC a lo largo del año, pero no se han producido reembolsos sustanciales en las instituciones ni problemas de liquidez para atender los que se han realizado. Además, la exposición directa de los fondos de inversión a activos rusos o ucranianos es prácticamente irrelevante dentro del patrimonio total y también han sido muy pocos los casos en los que se ha procedido a efectuar reembolsos parciales o se ha suspendido la negociación de algún compartimento en el caso de las IIC extranjeras. Finalmente cabe destacar el fuerte apetito inversor que se observa en las categorías de renta fija con el fin de aprovechar el notable aumento del rendimiento de estos activos.

¹ Los datos preliminares correspondientes al tercer trimestre del año revelan que las suscripciones netas en fondos de renta fija continuaron siendo cuantiosas (cerca del 75 % de las suscripciones totales).

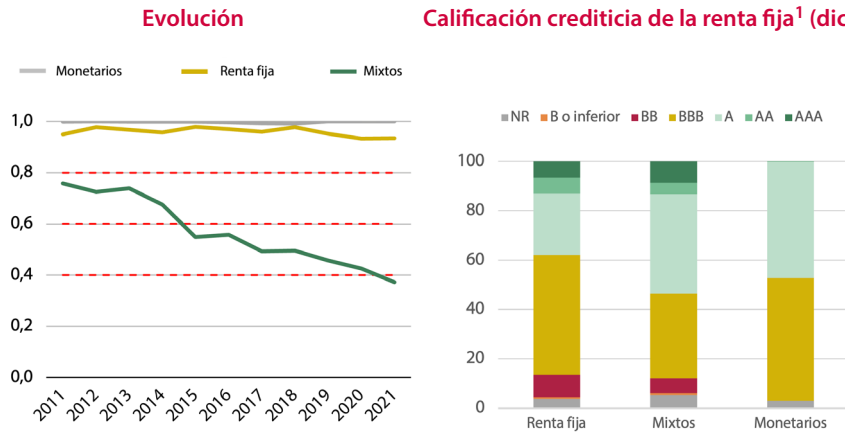
El análisis de los riesgos financieros asociados a los fondos de inversión de la IFNB no presenta una intensificación de ninguno de ellos en 2021. Si bien en el contexto del riesgo sistémico y la estabilidad financiera los análisis inciden en el riesgo de liquidez de los fondos (que determina la capacidad de atender los reembolsos) y su apalancamiento, en este informe también se proporciona información sobre el riesgo de crédito de estas instituciones, así como del riesgo de transformación de vencimientos. Además, este número incluye varias novedades analíticas que permiten profundizar en algunos de estos riesgos. Así, por ejemplo, en el ámbito del riesgo de liquidez, se ha realizado una primera aproximación a la liquidez de los activos en cartera de las inversiones de los fondos en otras IIC (consideradas de liquidez reducida en ediciones anteriores); en el ámbito del riesgo de crédito, se han evaluado las calificaciones crediticias de los activos en cartera de los fondos, así como su evolución en los últimos trimestres y, finalmente, en el ámbito del riesgo de transformación de vencimientos, se ha cuantificado la duración modificada de la cartera de los fondos, con el fin de determinar la sensibilidad del precio de los activos en cartera ante aumentos en los tipos de interés. Todos estos análisis adicionales cobran especial relevancia en el contexto actual, marcado por la incertidumbre, el deterioro de la actividad económica y el aumento de los tipos de interés y de las primas de riesgo.

La evaluación del riesgo de crédito atendiendo a la proporción de activos crediticios en la cartera de los fondos revela patrones similares a los de informes previos. Esta proporción es prácticamente del 100 % en los fondos monetarios y muy elevada, del 93,4 %, en los fondos de renta fija por la propia naturaleza de estas instituciones (véase panel izquierdo del gráfico 13). Más interesante resulta la evolución de este indicador en el caso de los fondos mixtos, que presenta una tendencia descendente prácticamente ininterrumpida desde 2013 (37,2 % en 2021, frente al 73,9 % en 2013). Esta tendencia, que reduce el riesgo de crédito de esta categoría de fondos, se explica por el aumento de la relevancia de las inversiones en otras IIC en la cartera de inversiones²⁸.

El análisis de las calificaciones crediticias de la cartera de renta fija de los fondos revela que la mayor parte de las inversiones en deuda pertenece al grupo considerado de alta calidad (o *investment grade*). Esta proporción era, en diciembre de 2021, del 86,4 % en los fondos de renta fija y del 87,9 % en los fondos mixtos. Sin embargo, dentro de este grupo de activos, la relevancia de aquellos con calificación BBB (la peor dentro de *investment grade*, previa a *high yield*) es notable. En los fondos de renta fija, la deuda BBB representaba el 48,6 % de la cartera de renta fija y en los fondos mixtos, el 34,4 %. Como contrapartida, la importancia relativa de la deuda de baja calidad crediticia (o *high yield*) era de un 13,6 % en los fondos de renta fija y de un 12,1 % en los fondos mixtos²⁹ (véase panel derecho del gráfico 13). El análisis temporal de estas calificaciones desde marzo de 2021 hasta marzo de 2022 no revela cambios significativos en estas proporciones. Así, por ejemplo, para los fondos de renta fija, la proporción de deuda *high yield* se ha mantenido en todos los trimestres entre el 12,7 % y el 14 %, y en los mixtos, entre el 12 % y el 12,7 %.

28 Esta tendencia responde, al menos en parte, al aumento de la importancia de los fondos globales dentro de esta categoría de fondos, cuya inversión en otras IIC ronda el 70 % del patrimonio.

29 Estos porcentajes incluyen tanto la deuda con calificación BB o inferior como la deuda para la que no existe calificación.



Fuente: CNMV.

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

En cuanto al riesgo de transformación de vencimientos, es decir, la capacidad o no por parte 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 las entidades. Esta diferencia en el cálculo de la ratio radica en el hecho de que en los fondos de inversión los partícipes pueden reembolsar sus participaciones con una frecuencia elevada, en la mayoría de los casos de forma diaria, por lo que el pasivo a corto plazo no es representativo de todas las posibles *obligaciones* del fondo. Adicionalmente y por esta misma razón, se ha considerado importante realizar un análisis de la duración³⁰ de los activos de la cartera de renta fija de los fondos de inversión pertenecientes a la IFNB.

De esta forma, como se observa en el panel izquierdo del gráfico 14, la ratio entre los activos a largo plazo y el patrimonio únicamente muestra un valor elevado en los fondos de renta fija, en los que la proporción de activos a largo plazo sobre el total era ligeramente superior al 55 % en 2021, por lo que continúa la tendencia alcista iniciada en 2016, cuanto este porcentaje era del 40 %. En el resto de las vocaciones, el valor del indicador es bajo; de hecho, en los fondos monetarios es prácticamente inexistente debido a las fuertes restricciones que tienen para invertir en activos a largo plazo³¹. En los fondos mixtos, la proporción de activos a largo plazo fue superior al 30 % hasta 2016, pero desde entonces muestra una tendencia a la baja, situándose en el 20,5 % en 2021.

Con el fin de determinar si las variaciones de este indicador vienen acompañadas de un riesgo de tipos de interés relevante para los fondos de inversión, se ha realizado un análisis de la duración de los activos de la cartera de renta fija de estos vehículos, con-

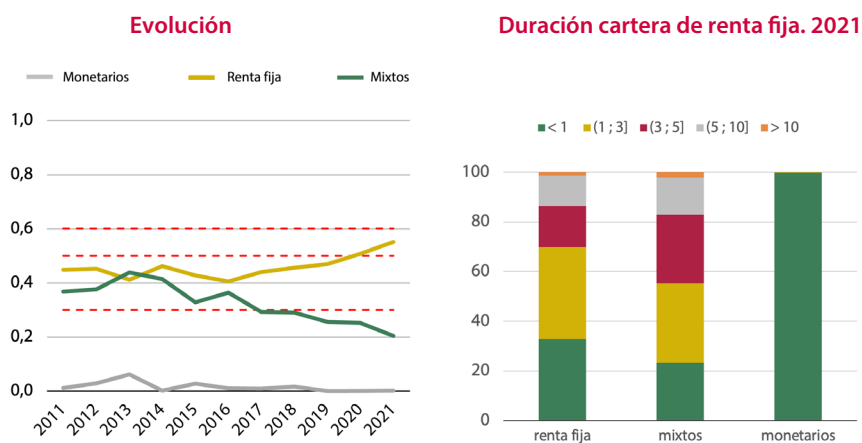
30 La duración es una medida del plazo efectivo hasta el vencimiento de un activo, teniendo en cuenta todos los flujos de caja a lo largo de la vida del activo.

31 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.

cretamente de la duración modificada³². Así, el valor medio de la duración modificada para los fondos de renta fija era de 2,5 a finales de 2021, mientras que esta cifra se situaba en 3,1 en los fondos mixtos³³. En el caso de los fondos monetarios, obviamente, el valor era mucho menor, situándose en 0,29. Como se puede observar, además, en el panel derecho del gráfico 14, del total de la cartera de renta fija de los fondos mixtos, alrededor de un 23 % tenía una duración modificada inferior a 1, mientras que únicamente un 2,1 % era superior a los 10 años. En el caso de los fondos de renta fija estos porcentajes eran del 32,8 % y del 1,4 %, respectivamente.

Transformación de vencimientos en las distintas tipologías de fondos de inversión

GRÁFICO 14

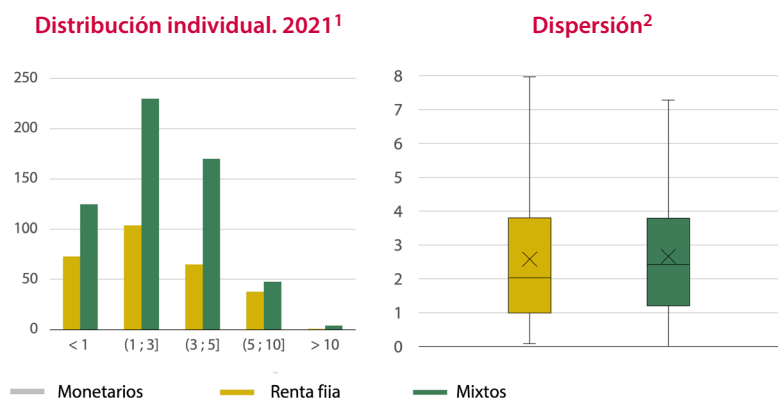


Fuente: CNMV.

El gráfico 15 muestra una distribución del número de fondos en función de la duración modificada media de su cartera de renta fija, así como un diagrama de cajas que permite ver distintas medidas de dispersión de los datos. De la información de estos paneles se deduce que la mayor parte de los fondos tiene una duración modificada media inferior a 5, concretamente el 86,1 % de los fondos de renta fija y el 91,0 % de los fondos mixtos. De hecho, solo se han identificado 5 fondos (4 mixtos y 1 de renta fija) con una duración modificada media de su cartera superior a 10. También puede observarse que la dispersión de los valores de la duración modificada de la cartera de los fondos no es muy elevada, pues para más de la mitad de los fondos la duración modificada se sitúa entre 1 y 4.

32 La duración modificada mide la variación porcentual que se produce en el precio de un activo financiero ante un aumento de 100 puntos básicos (p.b.) de los tipos de interés.

33 Estos valores están por debajo de los observados en la zona euro. Según el último monitor de la IFNB publicado por el ESRB, las estimaciones efectuadas para una muestra representativa de fondos de renta fija apuntan a que la pérdida de valor de la cartera ante un aumento de los tipos de interés de 100 p.b. es del 4 %. Véase nota a pie de página número 2.



Fuente: CNMV.

¹ Distribución del número de fondos según su duración modificada.

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

El análisis del riesgo de liquidez es complejo, puesto que, como se ha señalado en ediciones anteriores de este informe, no existe una definición única e inequívoca de *activo líquido*, siendo su concepción genérica aquella relacionada con la posibilidad de comprar o vender dicho activo en un tiempo reducido sin incurrir en pérdidas elevadas. Por tanto, este concepto está relacionado con la propia naturaleza del activo y también con la coyuntura de los mercados financieros. Es frecuente que, en momentos de turbulencias en los mercados, la liquidez disminuya con rapidez, especialmente en los mercados de deuda. A continuación, se presentan dos representaciones de las condiciones de liquidez de la cartera de los fondos que tienen en cuenta el tipo de activo financiero y la calificación crediticia del emisor. Para evaluar de forma conveniente el riesgo de liquidez de los fondos, deben tenerse en cuenta no solo estas representaciones de la liquidez, sino también la información sobre la disponibilidad y el uso de las herramientas de gestión de la liquidez en las IIC españolas, que se describe en el epígrafe 3.2. En ese mismo epígrafe se presentan también los resultados de las pruebas de estrés sobre los fondos, que permiten conocer su grado de resistencia ante aumentos teóricos y severos de los reembolsos.

Las métricas que se exponen en los paneles del gráfico 16 revelan que la proporción de activos líquidos en la cartera de los fondos es satisfactoria, si bien se aprecia un leve empeoramiento respecto a las cifras del año previo. Cabe señalar que estas métricas son extremadamente conservadoras, pues se basan en supuestos exigentes, de manera que la proporción de activos de menor liquidez que se representa, por ejemplo, en el panel izquierdo del gráfico se puede concebir como un nivel máximo de activos menos líquidos. De hecho, uno de estos supuestos, que considera que el 100 % de la inversión de los fondos en otras IIC³⁴ tiene liquidez reducida, se ha relajado en esta edición del monitor, al haberse podido realizar una cuantificación de la proporción de activos más líquidos de la cartera de estas otras IIC. Como consecuencia de esta extensión del análisis, que ha requerido la evaluación de la cartera de estas IIC, la proporción de activos

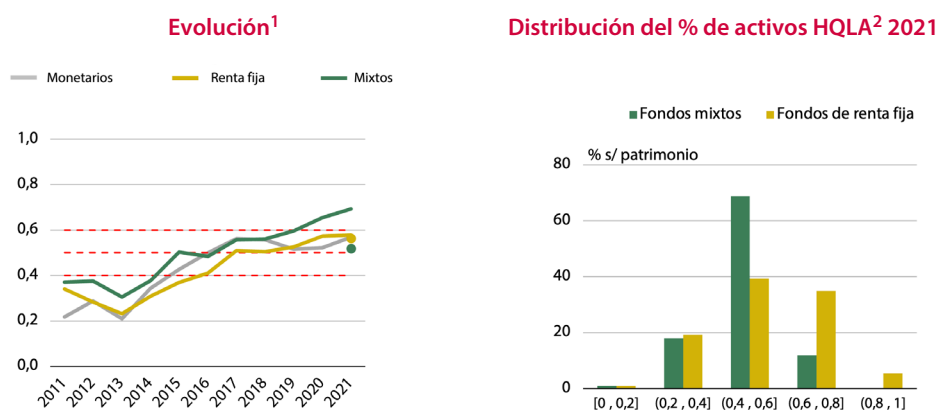
34 Esta tendencia se explica, en buena parte, por el aumento de la inversión de los fondos en otras IIC. En los últimos 3 años, la inversión de los fondos en otras IIC ha crecido del 31,2 % al 37,5 % del patrimonio total.

de menor liquidez, que se estima en un máximo del 69,3 % del patrimonio de los fondos mixtos y del 57,8 % del de los fondos de renta fija en 2021, desciende hasta el 51,8 % en los primeros y el 56,3 % en los segundos (véase panel izquierdo del gráfico 16). El aumento de la relevancia durante los últimos años del indicador primario de liquidez responde, sobre todo, al incremento de las inversiones en otras IIC³⁵.

La segunda métrica, conocida como HQLA (*High Quality Liquid Assets*) y empleada en numerosos estudios de referencia, incorpora, además de la información sobre el tipo de activo, sus calificaciones crediticias. Pues bien, la distribución de esta proporción de activos para el año 2021 se expone en el panel derecho del gráfico 16. En él se observa que la proporción de activos líquidos es alta (superior al 40 % de la cartera) para el 79,7 % del patrimonio de los fondos de renta fija y para el 81 % de los mixtos. Esta proporción es elevada y superior a la estimada en 2020 (cerca del 70 % para ambos tipos de fondos). Para ambas categorías de fondos la mayor parte del patrimonio está en fondos con una proporción de activos líquidos de entre el 40 % y el 60 %.

Riesgo de liquidez en las distintas tipologías de fondos de inversión

GRÁFICO 16



Fuente: CNMV.

¹ Se mide como la proporción de activos menos líquidos sobre el patrimonio total, considerando *activo líquido* los depósitos, la deuda pública, las emisiones avaladas, los *repos* y el 50 % del valor de la cartera de renta variable. Los puntos correspondientes a 2021 ajustan la proporción de activos menos líquidos de los fondos tomando en consideración las condiciones de liquidez de la cartera de inversión en otras IIC.

² Se consideran activos líquidos de alta calidad (HQLA), el efectivo y los depósitos en su totalidad, el 50 % del valor de la renta variable y porcentajes variables de la deuda pública, la renta fija privada y las titulaciones, dependiendo de su calificación crediticia. Así, el porcentaje de la deuda pública que se consideraría líquido oscila entre el 0 % y el 100 %; el de la renta fija privada, entre el 0 % y el 85 %, y el de las titulaciones, entre el 0 % y el 65 %.

De forma adicional, dentro de las labores de supervisión llevadas a cabo por la CNMV, se realiza periódicamente un análisis del nivel de liquidez de la cartera de las IIC de carácter abierto³⁶. A partir de la metodología definida en dichos análisis se realizó un estudio en diciembre de 2021, en el que el 96,8 % de la cartera de renta fija presentaría una elevada liquidez y el 95,3 % de la cartera de renta variable de estos vehículos sería liquidable en

35 No responde, en cambio, al aumento de la importancia relativa de los activos de renta fija privada (bajo esta medida también se consideran de menor liquidez al 100 %), ya que su peso en la cartera de renta fija se ha mantenido relativamente estable alrededor del 57 %.

36 Concretamente, se analizan todos los fondos de inversión y todas las SICAV.

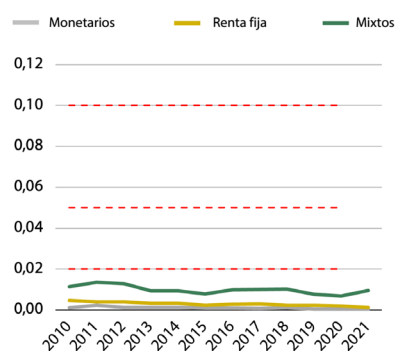
un periodo inferior o igual a una semana³⁷, mientras que únicamente un 1,8 % de la renta fija presentaría menores niveles de liquidez y un 1,7 % de la renta variable no se consideraría liquidable en un periodo inferior a los 30 días. Para el caso concreto de la cartera de renta fija de los fondos mixtos y fondos de renta fija analizados en este monitor, la proporción de activos liquidables en menos de una semana sería muy similar a la del total de IIC, el 96,4 % y el 97,9 % respectivamente. En relación con los activos de liquidez más reducida, es decir, aquellos que no son liquidable en menos de un mes, la proporción sería del 1,2 % para los fondos mixtos y del 2 % para los fondos de renta fija.

Finalmente, en relación con el nivel de apalancamiento de las IIC, la legislación española establece que las IIC mobiliarias (a excepción de las de inversión libre) tan solo se pueden endeudar de forma transitoria y por algún motivo específico³⁸, y en ningún caso superar el 10 % de su patrimonio. En España, ninguna categoría superaba el 1 % en 2021 y, al menos desde 2009, no se ha superado nunca el 2 %³⁹ (véase panel izquierdo del gráfico 17).

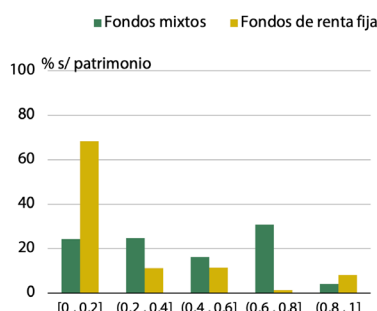
Apalancamiento en las distintas tipologías de fondos de inversión

GRÁFICO 17

Evolución del apalancamiento directo



Distribución del apalancamiento indirecto. 2021¹



Fuente: CNMV.

¹ Fondos de inversión, tanto UCITS como cuasi-IUCITS, que utilizan el método del compromiso y que pertenecen a la IFNB (excepto para los fondos monetarios).

Sin embargo, estas instituciones pueden apalancarse mediante el uso de derivados, una parcela que está actualmente incrementando su nivel de desarrollo a escala internacional y en la que se van a emplear los indicadores propuestos por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) para hacer un seguimiento del apalancamiento de estas instituciones⁴⁰. La información disponible en la CNMV sobre el uso de deriva-

37 En el caso de la renta fija, se considera que presentan menores niveles de liquidez los activos para los que no existan precios representativos cotizados en proveedores de información (por ejemplo, que no haya precios denominados CBBT ni BGN en Bloomberg). En el caso de la renta variable, se obtienen los volúmenes diarios negociados en bolsas oficiales, procediéndose a calcular el número de días necesario para deshacer cada una de las posiciones (teniendo en cuenta su volumen diario de negociación).

38 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.

39 Para estimar el nivel de apalancamiento de los fondos de inversión se ha calculado la ratio entre el pasivo de estos vehículos y su patrimonio.

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

dos por parte de las IIC españolas sigue sin indicar la existencia de vulnerabilidades relevantes en ninguno de los posibles riesgos que puede generar esta operativa (de contraparte, de mercado y de contagio). Los cálculos realizados muestran que, a finales de 2021, la exposición al riesgo de mercado, evaluado para las IIC pertenecientes a la IFNB que están sujetas a la normativa UCITS en relación con los límites de apalancamiento⁴¹ y que realizan sus cálculos a través de la metodología del compromiso⁴² (95,6 % del total en términos patrimoniales⁴³), suponía el 31,2 % de su patrimonio⁴⁴. Este porcentaje, a pesar de haber aumentado más de 7 puntos porcentuales en relación con 2020, continuaba muy por debajo del máximo permitido por la legislación vigente (100 % del patrimonio). Si se analizan de forma individualizada los fondos de inversión mixtos y los de renta fija⁴⁵, se puede observar que la exposición al riesgo de mercado era inferior al 40 % en casi el 80 % de los fondos de renta fija y el 50 % de los fondos mixtos (en términos patrimoniales), mientras que únicamente un 8,1 % y un 4,1 % del patrimonio correspondía a fondos con valores relativamente elevados de exposición a este riesgo, de entre el 80 % y el 100 % del patrimonio.

Del resto de IIC que forman parte de la IFNB (4,4 % del total del patrimonio), alrededor de un 1,0 % del patrimonio se corresponde con IIC que declaran no realizar ningún tipo de operativa con derivados, un 1,9 % con IIC sujetas también a la normativa UCITS en los límites de apalancamiento cuya exposición al riesgo de mercado se calcula de acuerdo con la metodología VaR y, finalmente, un 1,5 % con IIC sujetas, en términos generales, a la normativa UCITS pero con la posibilidad de acogerse con mayor flexibilidad en ciertos aspectos de la operativa a través de instrumentos derivados, pudiendo superar el límite del 100 % de exposición al riesgo de mercado (denominadas cuasi-UCITS).

En el caso de las dos últimas, el nivel de exposición bruta⁴⁶ se situaba en el 62,9 % y el 101,5 %, respectivamente⁴⁷.

41 Se incluyen tanto las IIC que cumplen con la normativa UCITS en su totalidad como aquellas que no la cumplen completamente (IIC acogidas a alguna de las excepciones del artículo 72 del Real Decreto 1082/2012), aunque sí lo hacen en relación con la operativa de derivados.

42 El método europeo del compromiso, cuyas especificidades técnicas se recogen en las guías de ESMA (*ESMA Guidelines on Risk measurement and the calculation of global exposure and counterparty risk for UCITS* [CESR/10-788]) permite calcular la exposición a partir de la conversión de todos los contratos de derivados en la inversión equivalente en su activo subyacente. La metodología se basa en considerar el valor de mercado del activo subyacente (o su valor nominal si es más conservador), ajustándolo por la delta en el caso de las opciones e incorporando unas reglas para compensar las posiciones largas con posiciones cortas del mismo subyacente (*netting*), así como entre diferentes subyacentes (*hedging*).

43 No se incluyen en este caso las IIC de inversión libre, que se analizan posteriormente.

44 Este porcentaje se corresponde con el nivel de apalancamiento bruto, que se calcula a partir de la suma, en valor absoluto, de los importes nominales de los contratos de derivados; es decir, se suman los importes de las posiciones largas y las posiciones cortas, ambas con signo positivo. Si se calcula la exposición neta (véase nota al pie 40), este porcentaje descendería hasta el 15,2 %. No obstante, si por una cuestión de simplificación de cálculos, se tiene en cuenta dentro de la exposición neta el riesgo indirecto originado por la inversión en otras IIC —debido a que muchas IIC lo establecen— como el 100 % de su inversión en otras IIC, el porcentaje de apalancamiento neto ascendería hasta el 35 %.

45 En términos agregados, en los fondos de renta fija que utilizan la metodología del compromiso, el nivel de apalancamiento era del 19,9 %, mientras que en los fondos mixtos esta cifra era del 42,4 %.

46 El nivel de apalancamiento bruto se calcula a partir de la suma, en valor absoluto, de los importes nominales de los contratos de derivados, es decir, se suman los importes de las posiciones largas y las posiciones cortas, ambas con signo positivo.

47 De todas las IIC que pueden superar los límites de apalancamiento, tan solo 1 superaba el umbral del 200 %.

Tipo IIC	% Patrimonio ¹	Apalancamiento bruto (%)
IIC sujetas a la normativa UCITS (método de compromiso)	95,6	31,2
IIC sujetas a la normativa UCITS (método VaR)	1,9	62,9
IIC sujetas a UCITS con flexibilidad en la operativa de derivados (cuasi-UCITS)	1,5	101,5
IIC que declaran no hacer uso de derivados	1,0	-
IICIL		36,7

Fuente: CNMV.

¹ Porcentajes calculados sin tener en cuenta las IICIL.

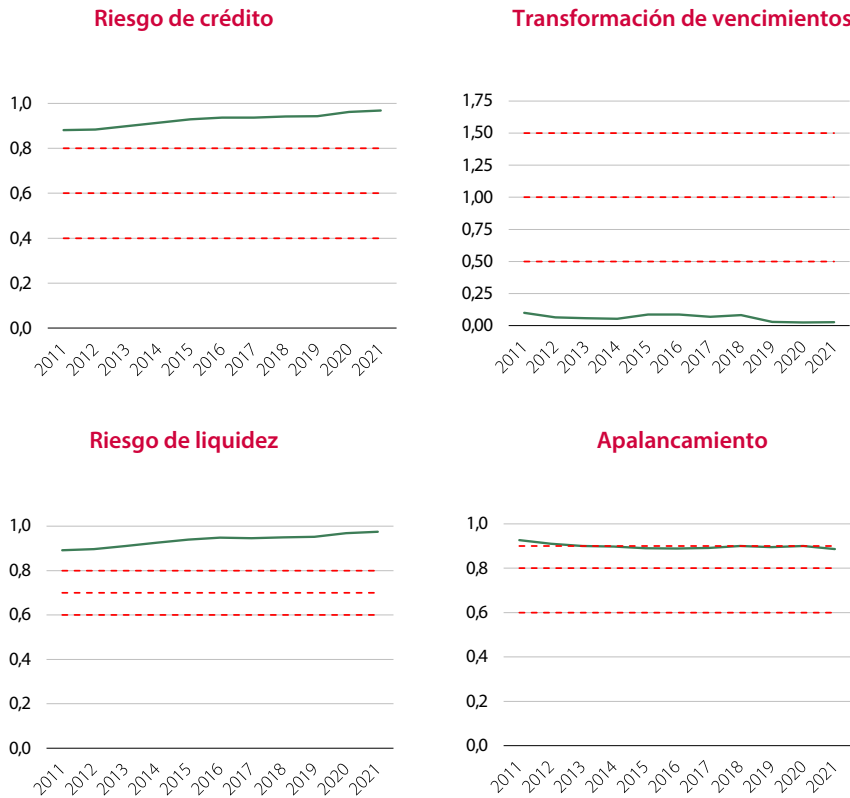
Finalmente, por lo que respecta a las IIC de inversión libre (IICIL, incluidas en la categoría de IIC alternativas y, por tanto, con una regulación más flexible) la evidencia empírica también refleja un nivel de apalancamiento, en general, moderado (36,7 % a nivel bruto y agregado), en el que tan solo algunos fondos aislados realizan un uso más intensivo de este. En el caso de las IICIL puras, 6 instituciones superaban a finales de 2021 el 100 % de apalancamiento bruto. Por lo que se refiere a las IICIL —es decir, los fondos y sociedades que invierten en otras IICIL— se debe tener en cuenta que el apalancamiento se asume en gran medida de forma indirecta a través de la inversión en IICIL, siendo el apalancamiento directo bruto observado muy reducido: tan solo 2 instituciones (las mismas que en 2020) comunicaron apalancamiento directo, una de ellas del 30 % y la segunda del 77 %.

El riesgo de contraparte —es decir, el riesgo de que las dificultades financieras de una entidad se transmitan a sus contrapartes o prestamistas—, que se amplifica con un elevado uso del apalancamiento, no se ha materializado en los fondos de inversión españoles. La exposición a este riesgo, que en el caso de estos vehículos se origina en las operaciones de derivados contratadas en mercados no organizados (OTC) a través de las operaciones pendientes de liquidar, se encuentra en niveles muy reducidos y alejados de los importes que podrían considerarse potencialmente sistémicos. De esta forma, a finales de 2021 el saldo deudor conjunto de las IIC UCITS y cuasi-UCITS por operaciones con derivados OTC representaba el 0,27 % del patrimonio total (0,33 % en 2020). A este valor habría que descontarle el valor de los activos que las IIC reciben como garantía para cubrir el posible impago de las contrapartidas, que suponía el 0,11 % de su patrimonio, por lo que el riesgo de contrapartida soportado por las IIC (neto de colateral y a nivel agregado) a finales de 2021 apenas se situaba en el 0,16 %. En el caso de las IICIL (incluidas las IIC que invierten en IICIL), el saldo deudor por operaciones de derivados OTC representaba al cierre de 2021 el 0,97 %.

3.1.2 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, cuyos activos financieros representan, como se ha comentado anteriormente, el 9,8 % del total de funciones económicas, con casi 51.000 millones de euros a finales de 2021, tras un aumento del 3,6 % en relación con el ejercicio anterior⁴⁸. Si se extrae el importe que consolida en los grupos bancarios, los activos financieros de estas entidades descienden hasta 7.400 millones de euros, lo que supone un 2,2 % de la medida estrecha de la IFNB, 3 décimas menos que en 2020. Los paneles del gráfico 18 ilustran los diferentes indicadores de riesgo calculados para estas entidades. Aunque algunos de ellos son elevados, en términos de estabilidad financiera no serían de especial relevancia, debido al peso reducido de estas entidades dentro de la IFNB.

Como se puede observar en el panel superior izquierdo del gráfico, la valoración del riesgo de crédito es elevada para estas entidades debido a la propia naturaleza de la actividad, ya que más del 90 % de los activos financieros corresponde a créditos concedidos. Por su parte, los valores asociados al nivel de apalancamiento y al riesgo de liquidez son también elevados (90 % y 97 %, respectivamente) como consecuencia del bajo nivel de fondos propios y de activos líquidos que poseen estas entidades. Por otro lado, en relación con el riesgo de transformación de vencimientos, el indicador ha mostrado valores muy por debajo del 25 %, habiéndose reducido, además, de forma notable en los últimos 3 años hasta situarse en el 2,6 % en 2021 (véase panel superior derecho del gráfico 18). Este descenso se debió a las pocas obligaciones a corto plazo de los EFC, que al cierre de 2021 ascendían a tan solo 570 millones de euros en su conjunto.



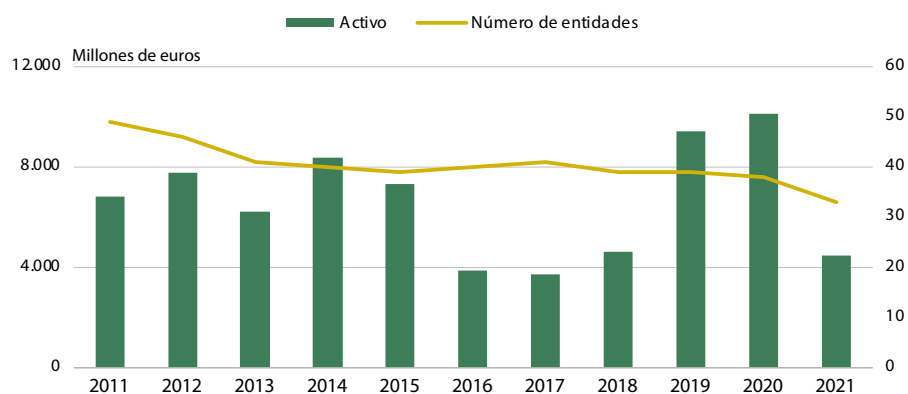
Fuente: CNMV.

3.1.3 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.

A finales de 2021 había un total de 33 sociedades de valores registradas en la CNMV, que contaban con un activo total de 4.455 millones de euros, tras un descenso de más del 50 % en relación con el año 2020 (véase gráfico 19). Este descenso se debió al cese de actividad de la sociedad de valores que pertenecía a Credit Suisse (que se transformó en entidad de crédito). El tamaño de este sector continúa siendo relativamente reducido si se compara con el de otras jurisdicciones, ya que en nuestro país los servicios de inversión los proporcionan, en su mayoría, las entidades de crédito. Así, más del 85 % de las comisiones percibidas por estos servicios en 2021 correspondía a estas últimas, mientras que las sociedades de valores recibieron alrededor del 6,3 %⁴⁹ (el restante correspondió a las agencias de valores, las sucursales de empresas de servicios de inversión extranjeras y las empresas de asesoramiento financiero).

49 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. Así, desde un punto de vista amplio, se estima que un 74 % del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en España (incluida la gestión de IIC y 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.

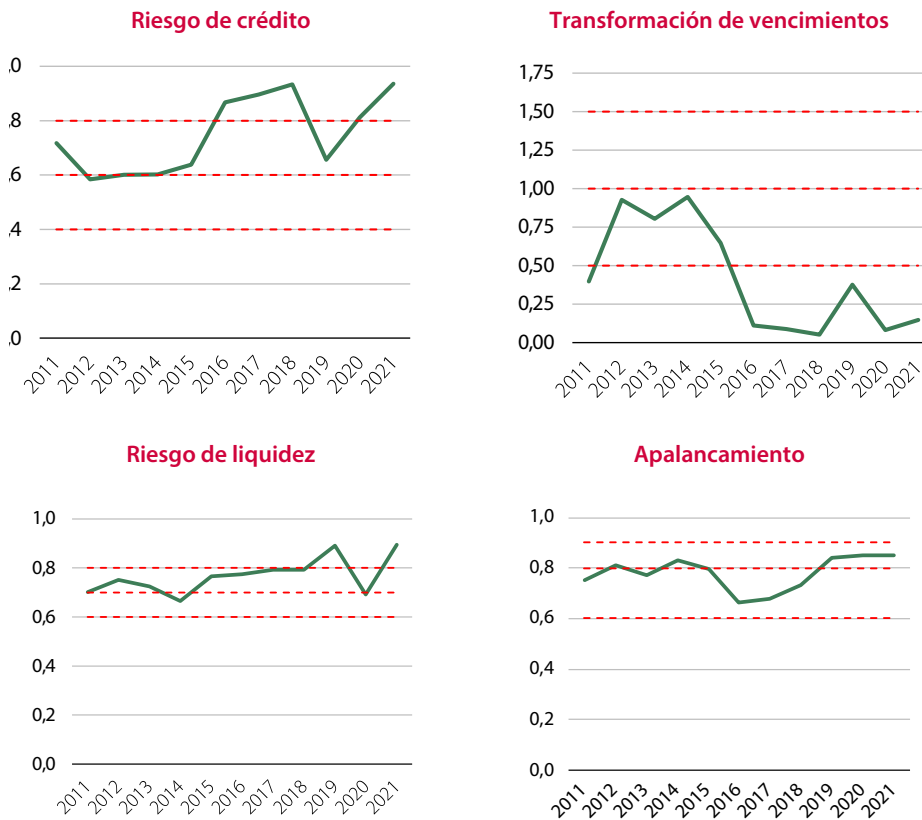
Las sociedades de valores tienen un peso relativo muy reducido dentro de las 5 funciones económicas, tan solo del 0,8 % en 2021, por lo que el riesgo de contagio sobre el resto del sistema financiero es muy limitado. Aun así, analizando los riesgos asociados a estas empresas con independencia de su dimensión, se observa que los indicadores de riesgo calculados para el sector a lo largo de 2021 experimentaron algunas variaciones, especialmente el riesgo de crédito y el riesgo de liquidez⁵⁰. Como se observa en los diferentes paneles del gráfico 20, el indicador de riesgo de crédito se incrementó de forma significativa para volver a situarse, como venía sucediendo desde 2016, en la zona de riesgo alto, con un valor del 93,6 %. El indicador de liquidez, por su parte, también se situó en la franja de riesgo alto, con un porcentaje de activos líquidos del 10,6 %. Los riesgos de transformación de vencimientos y apalancamiento se mantuvieron, como en ejercicios anteriores, en un nivel de riesgo bajo y medio, respectivamente.

En relación con el nivel de liquidez de estas entidades, es importante mencionar que, con la entrada en vigor del Reglamento (UE) n.º 2033/2019⁵¹, se han establecido requisitos de liquidez para las sociedades de valores y se ha unificado, a nivel europeo, la definición de activos líquidos. Según la información enviada por las entidades españolas a la CNMV, todas ellas cumplían con holgura los requisitos mínimos establecidos por el reglamento⁵².

50 Cabe mencionar que el traspaso en 2019 de parte de la operativa de la sociedad de valores perteneciente a Credit Suisse como consecuencia del *bretxit* y su posterior baja en 2021 han dado lugar a cambios significativos en los indicadores de riesgo.

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

52 El requisito mínimo de liquidez es de, al menos, 1/3 del requisito basado en los gastos fijos generales, que, a su vez, se establece como el 25 % de los gastos fijos generales del ejercicio precedente.



Fuente: CNMV.

¹ Se han revisado los datos para delimitar de una forma más correcta los activos líquidos de estas entidades.

3.1.4 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 este grupo únicamente las sociedades de garantía recíproca. Estas compañías 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 proveedores. Por otro lado, aunque por el momento no se incluyan dentro de la IFNB, se está llevando un seguimiento en el ámbito internacional de las plataformas de financiación participativa (PFP, conocidas como *crowdfunding*), ya que potencialmente podrían llegar a ser parte de esta y, en concreto, estarían incluidas en la EF4, al ser vehículos que facilitan el contacto entre el inversor y la entidad que necesita financiación. En España, la CNMV es la institución encargada de recopilar información sobre ellas⁵³.

En España, las sociedades de garantía recíproca suponen una fracción muy pequeña de la medida estrecha de la IFNB, ya que sus activos financieros representan apenas el 0,3 % del total. Dado que la dimensión de este sector es inferior al umbral del 0,5 %, se considera que no comporta riesgos para la estabilidad financiera y, en consecuencia, no se ha realizado el análisis de medición de potenciales riesgos.

53 La información estimada más reciente para estas plataformas revela, por el momento, importes pocos significativos en relación con la captación de recursos, que fue de 132 millones de euros en 2021.

3.1.5 Función económica 5

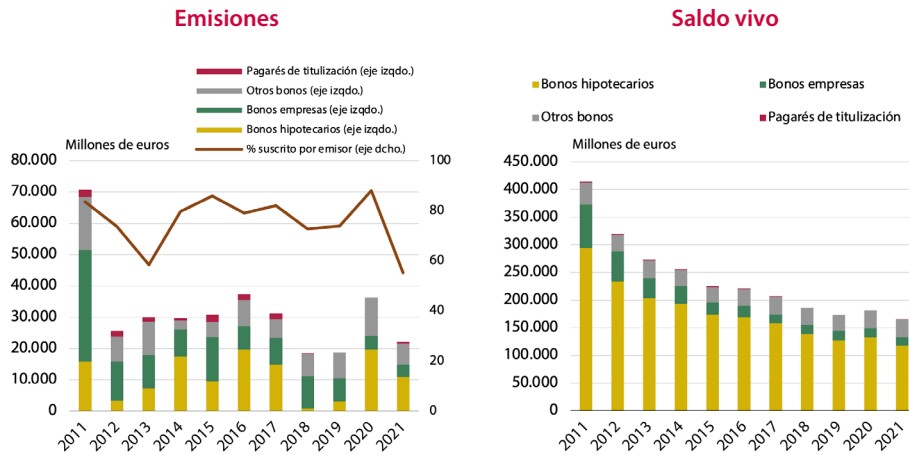
La EF5 se define como la intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras. Pertenecen a esta categoría los vehículos de propósito especial (SFV, por sus siglas en inglés, *structured finance vehicles*) cuyo objeto es la titulización de activos. Estas entidades proveen recursos a los bancos u otras entidades financieras, haya o no transferencia real de activos o riesgos, por lo que pueden ser una parte integral de las cadenas de intermediación crediticia. Por este motivo deben tenerse presentes los riesgos asociados a la IFNB, especialmente en lo que respecta a la transformación de vencimientos. No obstante, como ya se ha indicado en ediciones previas de este informe, las emisiones de titulización en España, en términos generales, se estructuran de manera que los pagos se realizan con los pools de activos que se van amortizando, por lo que este problema es, *a priori*, poco relevante⁵⁴.

En España, la titulización es el segundo sector en importancia dentro de la IFNB. Así, los activos financieros de los SFV ascendían a casi 165.000 millones de euros a finales de 2021, lo que suponía el 31,7 % de los activos agregados de las 5 funciones económicas, frente al 36,3 % que representaban en 2020, como consecuencia del descenso de más de 20.000 millones que se produjo a lo largo del año. Como se puede observar en el panel derecho del gráfico 21, los activos de estos vehículos han disminuido progresivamente desde 2011, tras el impacto de la crisis financiera, si bien se observa una cierta estabilización desde 2019. De la misma forma que para los EFC, un porcentaje muy elevado de los vehículos de titulización consolida en grupos bancarios⁵⁵, por lo que, a pesar de que su tamaño es relevante comparado con las entidades pertenecientes al resto de funciones económicas, una vez se detraen los activos que se incluyen en el balance de alguna entidad bancaria, su importancia relativa se reduce hasta el 6,2 % (7,6 % en 2020).

Como refleja el panel izquierdo del gráfico 21, las emisiones de bonos de titulización vienen siendo reducidas desde 2012 en comparación con las cifras de años anteriores, pues la crisis afectó con severidad a estas instituciones: desde entonces no se han superado en ningún ejercicio los 40.000 millones de euros. El porcentaje de las emisiones suscrito por el propio emisor o cedente fue del 55,3 % en 2021, la cifra más baja desde 2008, por lo que, a pesar de haber descendido el valor total de las emisiones, el importe que adquirieron los inversores en el mercado fue mayor que en años anteriores, lo que puede indicar una cierta dinamización del mercado de las titulizaciones.

54 Además, en España, en términos generales, la titulización ha sido más una herramienta de financiación que de transferencia de riesgos, al contrario que en otras economías, en las que fue una de las problemáticas más relevantes de la crisis financiera de 2008. Para un mayor detalle véanse Martín, M.R. (2014). *Análisis de los fondos de titulización españoles: características en el momento de su constitución y comportamiento durante los años de la crisis*. CNMV, Documento de Trabajo, n.º 57. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT_57.pdf; y Redondo, J. (2021). «La evolución de la actividad de titulización desde la crisis financiera». *Boletín de la CNMV*, Trimestre IV, pp. 75-112. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_IV_2021_ES.pdf.

55 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*.

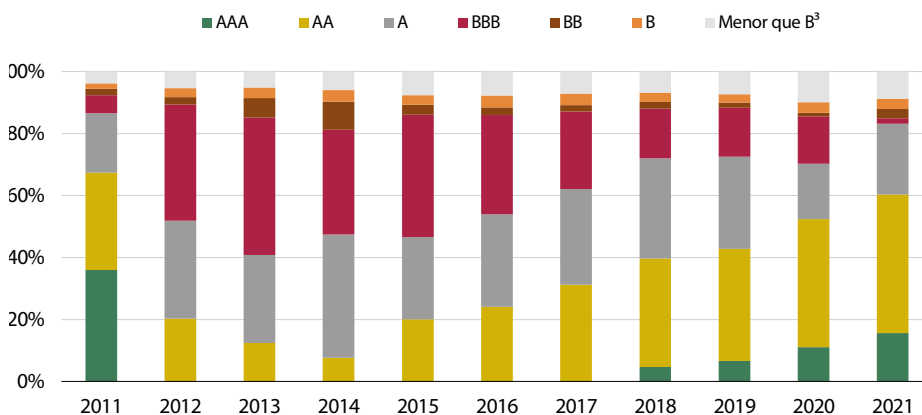


Fuente: CNMV.

Por tipología de activo, se puede observar que en España tradicionalmente la mayor parte de los activos de titulización ha correspondido a bonos hipotecarios. Desde 2009, aunque han seguido siendo las predominantes, las emisiones de bonos hipotecarios se han ido acercando a las de otros tipos de activos subyacentes, como a las de préstamos empresariales y, en los últimos años, también a las de préstamos al consumo. Así, en 2021, la emisión de bonos hipotecarios supuso el 49,6 % del total emitido, mientras que los bonos respaldados por préstamos al consumo (incluidos en el epígrafe «Otros bonos») fueron los segundos en importancia, con un 20,4 % del total. Por otra parte, la calificación crediticia de los vehículos de titulización ha mostrado una mejoría clara y paulatina desde 2014 (véase gráfico 22). Así, al cierre de 2021, del total del saldo vivo de bonos y pagarés de titulización, un 15,6 % correspondía a activos con una calificación AAA (hasta 2017 este porcentaje era prácticamente nulo), mientras que solamente un 16,8 % eran activos BBB o con una calificación inferior (en 2013 llegaron a alcanzar casi el 60 % del total).

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

GRÁFICO 22



Fuente: CNMV.

¹ No incluye el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).

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

³ Incluye las emisiones sin rating.

Una mención específica merecen las titulizaciones simples, transparentes y normalizadas (STS, por sus siglas en inglés), reguladas por el Reglamento (UE) 2017/2402⁵⁶, en el que se establece un marco general para la titulización y se crea otro específico para la titulización STS. Así, los emisores de titulizaciones STS pueden utilizar este término para denominar sus emisiones siempre que cumplan con los requisitos establecidos a tal efecto⁵⁷, lo que facilita su comercialización entre los inversores frente a otras titulizaciones más complejas, así como un tratamiento más favorable en términos de requisitos de capital y exigencia de retención para el originador. En España, la emisión de bonos de titulización STS ascendió a casi 6.000 millones de euros en 2021, un 27,1 % del total de bonos y pagarés emitidos. El saldo vivo de estos instrumentos era del 15,8 % del total.

En relación con la evaluación de los riesgos de estas entidades, el riesgo de transformación de vencimientos es, sin ninguna duda, el más relevante, teniendo también cierta importancia el riesgo de liquidez. En cambio, el cálculo de los riesgos de crédito y apalancamiento tiene, por definición, poca relevancia para los SFV, al menos, en nuestro país: mientras que el riesgo de crédito es prácticamente del 100 % por definición —todo el activo de los SFV está formado por los créditos traspasados por la entidad originadora o cedente—, algo similar sucede con el nivel de apalancamiento, ya que los fondos de titulización no poseen fondos propios y, por tanto, la ratio, tal y como está construida, es siempre igual a uno. En cuanto al riesgo de liquidez, en 2021 se situó en el 92,4 %, una cifra que no ha variado excesivamente en los últimos años: casi todo el activo lo conforman los préstamos cedidos y, por consiguiente, hay muy pocos activos líquidos. El análisis individualizado de los fondos refleja que más del 85 % de ellos, en términos patrimoniales, tenía activos líquidos por debajo del 10 %, mientras que menos del 1 % poseía un nivel de activos líquidos superior al 40 %.

El nivel del indicador de riesgo asociado a la transformación de vencimientos alcanzó el 67 % en 2021, ligeramente por encima de la cifra de 2020 (véase panel izquierdo del gráfico 23), por lo que se mantiene, como en los últimos años, en la región de riesgo moderado. Hay diferencias sustanciales entre los distintos vehículos, con un ligero empeoramiento en los valores de este indicador en relación con 2020 pero una disminución de la dispersión. Así, como se puede observar en el panel derecho del gráfico 23, en un 53,9 % de los fondos (en términos patrimoniales) la ratio entre pasivos y activos a corto plazo era inferior al 50 % (riesgo bajo), mientras que esto sucedía en un 65 % de los fondos en 2020. En el lado opuesto, también se produjo una reducción del patrimonio que estaba en manos de vehículos con un nivel de riesgo por encima del 100 % (medio o alto), ya que el porcentaje pasó del 4,8 % en 2020 al 3,2 % en 2021.

Hay que tener en cuenta, además, que en España la mayor parte de los activos titulizados procede de préstamos o créditos a largo plazo, en su mayoría hipotecarios, mientras que lo mismo sucede con los valores emitidos (pasivo). Así, a finales de 2021, los activos y pasivos a corto plazo de los fondos de titulización españoles tan solo repre-

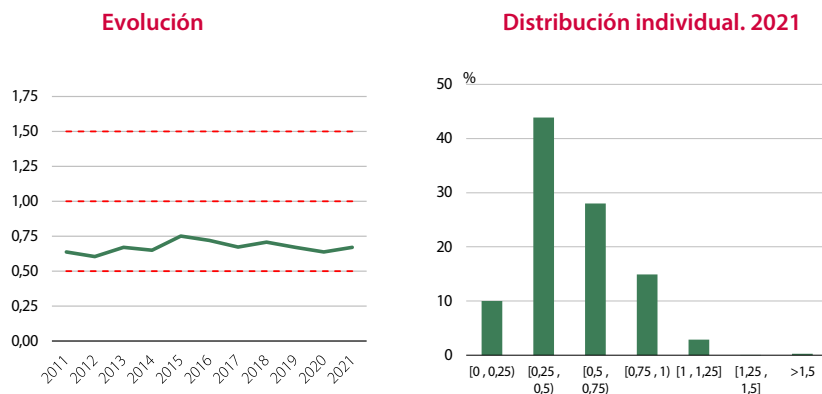
56 Modificado por el Reglamento (UE) 2021/557 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de marzo de 2021, por el que se modifica el Reglamento (UE) 2017/2402 por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un marco específico para la titulización simple, transparente y normalizada, para contribuir a la recuperación de la crisis de la COVID-19 (SECR).

57 Para que una titulización sea considerada STS debe cumplir ciertos requisitos de simplicidad (la titularidad de las exposiciones crediticias debe transferirse mediante venta verdadera al vehículo que las tituliza), de transparencia (los inversores potenciales deben tener información sobre el comportamiento histórico de los impagos y las pérdidas) y de normalización (cumplimiento de requisitos de retención de riesgos y prohibición de contratar derivados salvo con fines de cobertura).

sentaban el 23 % y el 15 % del balance respectivamente, porcentajes que, aun así, se han incrementado ligeramente por el aumento de la titulización cuyo activo subyacente son préstamos al consumo.

Riesgo de transformación de vencimientos en los fondos de titulización

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

3.2 Uso de herramientas macroprudenciales

Si bien existe un conjunto amplio de herramientas que pueden tener una consideración macroprudencial en el ámbito de la IFNB y que se derivan, en general, de requisitos regulatorios⁵⁸, este epígrafe se dedica en exclusiva a las herramientas disponibles y empleadas en el ámbito de la inversión colectiva y, en particular, a las herramientas de la gestión de la liquidez. También se incorpora en este epígrafe un subapartado con los resultados de los test de estrés que se realizan periódicamente sobre los fondos de inversión, por entenderse como una herramienta preventiva que ayuda a identificar *ex ante* fondos que podrían mostrar en el futuro una cierta vulnerabilidad. Otra herramienta preventiva que tener en cuenta es la labor de seguimiento y supervisión que realiza la CNMV de los riesgos asumidos por las IIC, en particular, del riesgo de liquidez, con base en los datos recibidos mensualmente de estas instituciones.

Las herramientas de gestión de la liquidez (conocidas como LMT, por sus siglas en inglés) pretenden mitigar la falta de correspondencia entre el perfil de reembolsos que un fondo puede experimentar y la proporción de activos líquidos disponibles para atender dichos reembolsos. La naturaleza de estas herramientas es diversa, así como su grado de eficiencia y eficacia. La mayoría pueden ser activadas por la propia gestora de IIC y algunas de ellas, por los reguladores de valores. Sin embargo, el conjunto de herramientas disponible no es homogéneo entre las diferentes jurisdicciones europeas. A este respecto, cabe señalar que existe un proyecto de reforma de las Directivas UCITS y AIFMD que pretende homogeneizar las herramientas disponibles e impulsar su uso dentro de la Unión Europea⁵⁹.

58 Véase el informe *La participación de la CNMV en la política macroprudencial*, disponible en: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/OTROS/CNMV_politica_macroprudencial.pdf

59 Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2011/61/EU and 2009/65/EC as regards delegation arrangements, liquidity risk management, supervisory reporting, provision of depositary and custody services and loan origination by alternative investment funds <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52021PC0721>

En España la disponibilidad de herramientas de gestión de la liquidez es elevada en comparación con otras jurisdicciones europeas. Las herramientas más importantes disponibles para las UCITS son: la suspensión de los reembolsos, los *side pockets*, los reembolsos parciales, los preavisos en reembolsos, los reembolsos en especie, las comisiones sobre reembolsos a favor del fondo, el *swing pricing* y los coeficientes mínimos de liquidez. En el ámbito de los fondos de inversión alternativos (FIA), se añaden a las anteriores las herramientas conocidas como *gates*. La activación de estas herramientas la realizan, en términos generales, las sociedades gestoras, pero la CNMV puede activar algunas de ellas en determinadas circunstancias (por ejemplo, la suspensión de los reembolsos o el refuerzo de los activos líquidos). La herramienta más reciente se aprobó en el contexto de la crisis del COVID-19⁶⁰, en marzo de 2020, y consiste en la posibilidad de establecer plazos de preaviso para los reembolsos sin sujeción a los requisitos de plazo, importe mínimo y constancia previa en el reglamento de gestión, aplicables con carácter ordinario. Estos plazos pueden establecerlos la gestora o la propia CNMV.

En 2021 el uso de herramientas de gestión de la liquidez de los fondos en España fue muy inferior al observado durante el año previo, cuando la crisis del COVID-19 dio lugar a un aumento notable de los reembolsos y se produjeron tensiones de liquidez en algunos segmentos del mercado de renta fija⁶¹. En 2022, en el contexto de la guerra en Ucrania, la comunicación entre la CNMV y las sociedades gestoras potencialmente más afectadas continuó siendo prioritaria. Durante el primer trimestre del año, coincidiendo con el estallido de la guerra y la consiguiente suspensión de la contratación de los activos ligados a ambos países, cinco instituciones activaron el mecanismo de reembolsos parciales. En ellas, la exposición a los valores suspendidos oscilaba entre un mínimo del 4,2 % y un máximo del 16,3 %. Por la parte no afectada por las suspensiones, estas instituciones continuaron atendiendo los reembolsos con normalidad.

Los datos de que dispone la CNMV, al cierre de septiembre de 2022, revelan que su política de impulso del uso activo de herramientas de gestión de la liquidez por parte de las IIC, no solo en situaciones extraordinarias sino también en condiciones normales de mercado, ha propiciado que un elevado volumen de los fondos de inversión (el 85 % del total en términos de patrimonio) tenga establecido en el folleto la posibilidad de exigir preavisos de hasta 10 días hábiles cuando los reembolsos superen los 300.000 euros. Asimismo, un 39 % de los fondos, en términos de patrimonio, tiene establecido, bien en folleto, o bien mediante comunicación por hecho relevante, la posibilidad de usar un mecanismo de *swing pricing*. Las categorías de fondos monetarios y de renta fija son las que recurren a este último mecanismo con mayor frecuencia. Así, el 95 % de los fondos monetarios y el 55 % de los de renta fija están preparados para hacer uso de este (véase gráfico 24).

60 Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes complementarias en el ámbito social y económico para hacer frente al COVID-19.

61 Véase el *Monitor de la IFNB* correspondiente al año 2020, disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IFNB_ejercicio_2020.pdf; y la publicación de una *Guía Técnica sobre la gestión y el control de la liquidez*, disponible en: http://cnmv.es/DocPortal/Legislacion/Guias-Tecnicas/GT_1_2022_Liquidez_IIC.pdf



Fuente: CNMV.

Aplicación de recomendaciones de liquidez de IOSCO y el FSB

RECUADRO 2

El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) publicó en 2017 un conjunto de recomendaciones encaminadas a mitigar posibles riesgos originados en la actividad de gestión de activos (*FSB’s Policy Recommendations to Address Structured Vulnerabilities from Asset Management Activities*). Entre otras, estas recomendaciones abordan el riesgo de desajuste de liquidez entre los activos en los que invierten los fondos de inversión y la frecuencia con la que permiten reembolsos. De forma complementaria, y con el objetivo de poner en práctica parte de estas recomendaciones, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) publicó, en 2018, las Recomendaciones sobre gestión del riesgo de liquidez en las instituciones de inversión colectiva (*IOSCO’s 2018 Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*).

Recientemente se han llevado a cabo sendos ejercicios de evaluación del grado de cumplimiento de las recomendaciones del FSB e IOSCO.

El trabajo de revisión de las recomendaciones de IOSCO se ha centrado en evaluar el grado de implementación de estas en los marcos regulatorios de 14 jurisdicciones participantes¹, que comprenden el 92 % de los activos globales bajo gestión. Otras 11 jurisdicciones adicionales² han participado en la evaluación con unos criterios menos exigentes. Por último, de forma voluntaria, 76 sociedades gestoras (con ámbito de actuación en 17 jurisdicciones) han respondido a un cuestionario sobre sus políticas generales de gestión de la liquidez y, en particular, sobre las aplicadas en el episodio de estrés vivido en la reciente crisis del COVID-19.

De las 17 recomendaciones de IOSCO, se escogieron 10 para realizar la valoración: 5 (R.1, R.2, R.3, R.4 y R.7), referidas a la fase inicial de diseño del fondo; 3 (R.10, R.12 y R.14), a la gestión de la liquidez en el día a día; y 2 (R.16 y R.17), a los planes de contingencia y la disponibilidad de herramientas de gestión de liquidez.

De las 14 jurisdicciones participantes: 7 (Alemania, China, España, Estados Unidos, Japón, Luxemburgo y Reino Unido) han obtenido una calificación de cumplimiento total (*fully compliant*) en las 10 recomendaciones evaluadas; 2 (Irlanda y Francia) cumplen totalmente 9 de las 10 recomendaciones, y 4 (Brasil, Canadá, India y Suiza) cumplen totalmente al menos 6 de las recomendaciones y las restantes se cumplen bien de forma amplia (*broadly compliant*) o bien de manera parcial (*partly compliant*). Australia es la jurisdicción con la calificación más baja; aun así, cumple totalmente 3 de las recomendaciones, de forma amplia 6 de ellas y las restantes de forma parcial.

Entre las 11 jurisdicciones adicionales también se observa un alto grado de cumplimiento. Por último, todas las gestoras de tamaño grande (más de 1 billón de dólares de activos bajo gestión) tienen establecidas prácticas de gestión de la liquidez que cumplen las recomendaciones. Y más de la mitad del total han adoptado prácticas cuyos resultados son coherentes con las recomendaciones.

Por lo que se refiere a las recomendaciones del FSB para mitigar las vulnerabilidades estructurales en el ámbito de la gestión de activos, un grupo de trabajo creado en el seno del Comité de Cooperación en materia de Supervisión y Regulación (SRC, por sus siglas en inglés) ha llevado a cabo un trabajo de evaluación del grado de efectividad de cuatro bloques de recomendaciones, en concreto las orientadas a: i) reducir el riesgo estructural de desajuste de liquidez en las instituciones de inversión colectiva (IIC) abiertas, ii) impulsar el uso de herramientas de gestión del riesgo de liquidez, iii) reforzar el envío periódico de datos a los reguladores que permitan realizar un correcto seguimiento del riesgo de liquidez de las IIC y, por último, iv) impulsar los ejercicios de test de estrés tanto a nivel individual de IIC como a nivel macro, teniendo en cuenta las interrelaciones de las IIC con el resto de entidades del sistema financiero.

El trabajo de revisión de las Recomendaciones del FSB está en su fase final y se espera que se publique antes de fin de año el informe final con las conclusiones sobre el grado de efectividad de las recomendaciones y posibles propuestas de mejora.

En resumen, y por lo que se refiere a España, cumple totalmente con las recomendaciones de IOSCO y, en principio, cumpliría en gran medida con las del FSB. En este sentido, la CNMV recibe mensualmente desde hace años datos sobre las carteras de los fondos que le permiten realizar un continuo seguimiento de los riesgos de liquidez asumidos por los fondos de inversión. Además, y por lo que se refiere a las políticas y herramientas de gestión de la liquidez, la recientemente publicada *Guía Técnica 1/2022 sobre la gestión y el control de la liquidez de las instituciones de inversión colectiva* concreta y desarrolla los principios establecidos en la Circular 6/2009, de 9 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre control interno de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y sociedades de inversión. En particular, especifica los criterios que se han de tener en cuenta para una adecuada política de gestión de la liquidez, tanto en la fase de diseño de la IIC como en el día a día de su actividad, y, por último, determina los criterios para una correcta aplicación de las herramientas de gestión de la liquidez, entre otras de las antidifusivas.

¹ Alemania, Australia, Brasil, Canadá, China, España, Estados Unidos, Francia, India, Irlanda, Japón, Luxemburgo, Suiza y Reino Unido.

3.2.1 Test de estrés

Los test de estrés forman parte de las herramientas de los supervisores para contrastar el grado de resistencia de sus entidades supervisadas ante un escenario teórico muy adverso. En el caso de los fondos de inversión, los test de estrés se plantean para evaluar la capacidad de estas instituciones para atender un aumento extraordinario de los reembolsos. Esta capacidad depende de la magnitud del *shock* de reembolsos estimado y de las condiciones de liquidez de los activos en cartera de los fondos. Por tanto, supone una evaluación del riesgo conocido como *liquidity mismatch* de los fondos de inversión, el más importante desde el punto de vista de la estabilidad financiera para estas instituciones, que consiste en la posibilidad de que el perfil de reembolsos no esté suficientemente ajustado a la liquidez de la cartera de estos fondos. En este epígrafe se resumen los resultados más relevantes de un ejercicio de este tipo sobre los fondos de inversión mobiliarios españoles, que se realiza semestralmente aplicando una metodología que fue iniciada por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA)(marco de trabajo de STRESI [ESMA, 2019⁶²]) y posteriormente ampliada por la CNMV (véase el trabajo de Ojea, 2020⁶³).

En concreto, la CNMV diseñó un test de estrés para el sector de fondos de inversión monetarios, UCITS y cuasi-UCITS⁶⁴. La base de datos utilizada para realizar el test se ha extraído de los estados reservados que envían las gestoras de fondos de inversión españoles a la CNMV en su labor como supervisor. La granularidad de la información contenida en esa base de datos con respecto al tipo de partícipe, la composición de la cartera del fondo, la vocación y el volumen de activos permite clasificar los fondos en categorías detalladas y representativas. En este caso, las categorías en que se han clasificado los fondos de inversión mobiliarios son: i) fondos de deuda pública mayorista, ii) fondos de deuda pública minorista, iii) fondos de renta fija corporativa con grado de inversión, iv) fondos de renta fija corporativa de alto rendimiento, v) fondos de renta fija mixta, vi) fondos de renta variable mayorista, vii) fondos de renta variable minorista y viii) otros fondos de inversión (globales y de

62 ESMA (2019). *Stress simulation for Investment funds*. ESMA Economic Report.

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

64 Los fondos monetarios son aquellos regulados en el Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre fondos del mercado monetario. Los fondos UCITS son aquellos regulados en la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios. En España, tanto los fondos considerados UCITS como los cuasi-UCITS están regulados por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, y su reglamento de aplicación, que traspone a la legislación española la Directiva 2009/65/CE. Es importante señalar que, según la normativa europea, la mayoría de los fondos cuasi-UCITS se consideran como institución de inversión colectiva alternativa, que ESMA incluye en la categoría de «Otros». Estos fondos alternativos se encuentran regulados a nivel europeo mediante la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010.

retorno absoluto). A continuación, se realiza un filtrado de fondos, detallado en Ojea (2020), mediante el que se eliminan de la muestra fondos que, por sus características, podrían introducir distorsiones en la simulación de escenarios⁶⁵.

Mediante la metodología desarrollada por la CNMV, se ha llevado a cabo el ejercicio de test de estrés para los fondos de inversión mobiliarios con datos desde diciembre de 2008 hasta diciembre de 2021. Este ejercicio proporciona varios resultados, de los que se extraen dos de especial relevancia: i) la cuantificación de la proporción de activos líquidos en la cartera de los fondos de inversión y ii) la identificación de los fondos que podrían experimentar dificultades para atender a los reembolsos en diferentes escenarios adversos.

El gráfico 25 presenta el primero de los resultados, es decir, la cuantificación de los activos líquidos, que se realiza mediante el enfoque HQLA⁶⁶. Bajo esta aproximación se delimitan los activos a disposición de los fondos para afrontar un *shock* negativo que pudiera suceder durante los siguientes seis meses. La media ponderada de activos líquidos se sitúa entre el 35 % y el 66 % del patrimonio de los fondos según la categoría. Las categorías de bonos corporativos de alto rendimiento y de bonos soberanos y corporativos son las que presentan ratios de liquidez más bajas, mientras que las categorías de bonos soberanos, bonos corporativos de grado de inversión y otros tienen proporciones de activos líquidos más elevadas. También es importante señalar que en la categoría de bonos corporativos de alto rendimiento existe un porcentaje de fondos que tiene una liquidez disponible muy por debajo de la media.

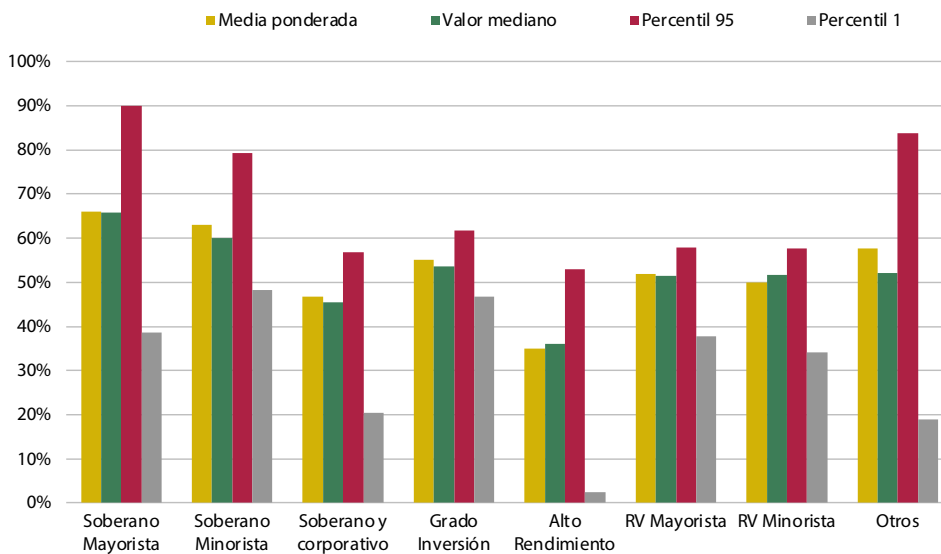
65 Entre otros, se eliminan aquellos fondos cuyas carteras tienen activos no identificables que suponen más del 40 % de su patrimonio (por ejemplo, fondos que principalmente invierten en otros fondos). También se eliminan de la muestra los fondos garantizados, por ser fondos que penalizan los reembolsos fuera de las ventanas de liquidez que se encuentran preestablecidas.

66 El enfoque HQLA mide la liquidez de la cartera del fondo mediante un índice que atribuye a cada clase de activo un grado de liquidez (un peso que puede tomar valores de 0 a 100) en función de sus características: $HQLA_i = \sum_{k=1}^n (w_{i,k} * s_{i,k}) * 100$. Donde $w_{i,k}$ es el peso (grado de liquidez) que tiene el activo k del fondo i y $s_{i,k}$ representa la proporción de ese activo en la cartera del fondo. Es decir, el índice HQLA es una media ponderada de la liquidez de los activos que componen la cartera del fondo. Los pesos atribuidos, $w_{i,k}$, se corresponden con los aplicados en Basilea III.

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

GRÁFICO 25

Intermediación
financiera no bancaria



Fuente: CNMV.

El segundo de los resultados requiere la simulación de diferentes escenarios de *shocks* de reembolsos sobre las categorías de fondos y la identificación de aquellos fondos que, con los activos líquidos estimados, no podrían afrontar el volumen de reembolsos en estos escenarios teóricos. En el cuadro 7 se presentan los resultados de este análisis, que considera cinco escenarios teóricos de diferente severidad. Uno de ellos es el escenario propuesto por ESMA en su ejercicio de 2019 y el resto son escenarios propuestos por la CNMV. El más severo⁶⁷, $CoES(\alpha = \beta = \sqrt{0,4\%})$, es hasta 19 veces más severo que en la peor semana del COVID-19.

Como se observa en el cuadro 7, que representa el porcentaje de fondos (y de patrimonio) dentro de cada categoría que podría experimentar dificultades a la hora de atender los reembolsos en diferentes escenarios, el mercado de fondos de inversión mobiliarios es, en general, resistente a los escenarios planteados. El número de fondos que podría experimentar problemas oscila entre 2 en el escenario menos severo y 13 en el más severo. Tan solo existe una categoría en la que los fondos podrían atravesar problemas en todos los escenarios contemplados: la de renta fija corporativa de alto rendimiento. Para esta categoría se identifican entre 2 fondos que podrían atravesar dificultades en uno de los escenarios menos extremos y 12 en el peor escenario. Estos fondos representan entre el 4,3 % y el 25,5 % de los fondos de esta categoría y suponen entre el 2,2 % y el 5,7 % de su patrimonio. En la categoría de «Otros fondos», la ratio de cobertura de reembolsos es insuficiente para un fondo en el escenario más severo (1,1 % del patrimonio de esta categoría). El resto de las categorías no presentan fondos con dificultades.

67 El $CoES$ se define formalmente como: $CoES_{ij}(\alpha, \beta) = \int_0^u F_i^{-1}(v) dv$, donde $u = F_i^{-1}(CoVaR_{ij}(\alpha, \beta))$ y F_i^{-1} es la función de distribución inversa de la variable i . Por su parte, el $CoVaR$ toma un valor que cumple en este contexto: $Pr(Flujo\ neto\ \%_i < CoVaR_{ij}(\alpha, \beta) \mid Flujo\ neto\ \%_j < VaR_j(\alpha)) = \beta$, donde $VaR_j(\alpha)$ es el percentil α de los flujos netos j que determina la severidad de los reembolsos condicionales, mientras que β es el percentil que determina la severidad de los reembolsos condicionados al escenario anterior. Por ejemplo, en un $CoES$ ($\alpha = \beta = \sqrt{5\%}$) para calcular el *shock* de reembolso al que se tienen que enfrentar los fondos de cada una de las categorías, se han tenido en cuenta el 22,36 % ($\sqrt{5\%}$) de los mayores reembolsos de cada categoría, seleccionados en los momentos en los que para todo el sector de fondos se ha producido el 22,36 % de mayores reembolsos.

%

Número de fondos con RCR¹ < 1 en cada estilo /Total de fondos en cada estilo (en %)

Escenarios	Soberano mayorista	Soberano minorista	Soberano y corporativo	Corporativo grado de inversión	Corporativo alto rendimiento	Renta variable mayorista	Renta variable minorista	Otros
ES ($\alpha = 3\%$) ²	0,0	0,0	0,0	0,0	6,4	0,0	0,0	0,0
CoES ($\alpha = \beta = \sqrt{5}\%$)	0,0	0,0	0,0	0,0	4,3	0,0	0,0	0,0
CoES ($\alpha = \beta = \sqrt{3}\%$)	0,0	0,0	0,0	0,0	6,4	0,0	0,0	0,0
CoES ($\alpha = \beta = \sqrt{2}\%$)	0,0	0,0	0,0	0,0	8,5	0,0	0,0	0,0
CoES ($\alpha = \beta = \sqrt{0,4}\%$) ³	0,0	0,0	0,0	0,0	25,5	0,0	0,0	1,0

Patrimonio de los fondos con RCR¹ < 1 en cada estilo/Total de fondos en cada estilo (en %)

Escenarios	Soberano mayorista	Soberano minorista	Soberano y corporativo	Corporativo grado de inversión	Corporativo alto rendimiento	Renta variable mayorista	Renta variable minorista	Otros
ES ($\alpha = 3\%$) ²	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	0,0	0,0	0,0
CoES ($\alpha = \beta = \sqrt{5}\%$)	0,0	0,0	0,0	0,0	2,2	0,0	0,0	0,0
CoES ($\alpha = \beta = \sqrt{3}\%$)	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	0,0	0,0	0,0
CoES ($\alpha = \beta = \sqrt{2}\%$)	0,0	0,0	0,0	0,0	3,3	0,0	0,0	0,0
CoES ($\alpha = \beta = \sqrt{0,4}\%$) ³	0,0	0,0	0,0	0,0	5,7	0,0	0,0	1,1

Fuente: CNMV.

¹ RCR: Es la ratio de cobertura de reembolsos y se define como el cociente entre el volumen de activos líquidos de cada fondo y el tamaño del reembolso. Por tanto, aquellos fondos con RCR < 1 se identifican como los que pueden experimentar problemas de liquidez de forma directa.

² Este es el escenario central contemplado en el test de estrés que se lleva a cabo en ESMA (2019). ES es el acrónimo de *Expected Shortfall*, que es una medida de riesgo que mide en este caso, los reembolsos esperados cuando se consideran solo los mayores reembolsos que se pueden experimentar. En este caso, se considera el 3 % de mayores reembolsos.

³ El número de fondos que podrían presentar problemas de liquidez son 13: 12 corresponden a la categoría de «Corporativo alto rendimiento» y 1 a la de «Otros».

